

# Qual a real importância do papel dos mercados financeiros na inflação de commodities?

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>

4 de julho, 2008

*São fracas as evidências de que inflação de commodities esteja sendo causada principalmente por especulação financeira.*

As brutais elevações nos preços de energia e alimentos têm causado enorme impacto na vida cotidiana das populações de todos os países, sobretudo nas camadas mais pobres. Dentre as diversas conseqüências, tem havido um clamor em favor da limitação das atividades especulativas com commodities em mercados financeiros, sobretudo os de derivativos.

O congresso dos EUA tem tomado diversas iniciativas para tentar equacionar o problema. Em depoimento peremptório ao Comitê de Segurança da Pátria do Senado dos EUA, Michael Masters, um insuspeito gestor de *hedge fund*, atribuiu aos mercados financeiros papel fundamental na inflação de commodities. “Vs. perguntaram se os investidores institucionais estão contribuindo para a inflação no preço da energia e dos alimentos. Minha inequívoca resposta é SIM. Investidores institucionais são, talvez, o principal fator afetando os preços de commodities hoje.” Masters advoga explicitamente que o Congresso dos EUA tome providências limitando o acesso de investidores em índices a mercados de commodities.

Normalmente, a “evidência da culpa” dos mercados financeiros é estabelecida através de um gráfico com duas séries que crescem muito e em conjunto desde 2003: um índice de preços de commodities e o volume de posições investidas em índices de commodities. Tais investimentos são, em sua maior parte, feitos por investidores institucionais (fundos de pensão, universidades, fundos de riqueza soberana e outros), que se beneficiam da diversificação provida pelos mercados de commodities.

Em relação à óbvia correlação positiva entre os preços de commodities e o investimento maciço em índices de commodities, cabem algumas observações. A primeira, é que correlação não implica causação; muitas coisas crescem ao mesmo tempo sem que uma cause a outra. É preciso mais evidências do que um mero gráfico para estabelecer que seja o investimento em índices o causador da atual inflação de commodities. A segunda observação relevante é que boa parte do aumento dos valores investidos deveu-se à elevação do preço das commodities, não só a investimentos novos. Finalmente, cabe esclarecer que barris físicos de petróleo e contratos futuros são coisas muito distintas, ainda que ligadas. Quando se compram barris futuros de petróleo, é simultaneamente vendida a mesma quantidade de barris, sem comprometer um só barril do mercado à vista.

---

<sup>1</sup> Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira a cada mês.

Já o regulador de mercados futuros de commodities nos EUA, a *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), na mesma sessão do Senado dos EUA, demonstrou ter opinião oposta à de Masters. Segundo a CFTC, que tem acesso às posições dos investidores, ocorreram aumentos acentuados nos preços de várias commodities sem mercados futuros desenvolvidos, nem investimentos de fundos institucionais. Vários mercados nos quais a negociação via índices é maior têm sofrido quedas de preços no último ano. O nível de especulação nos mercados de commodities agrícolas e de petróleo tem se mantido relativamente constante em termos percentuais à medida que os preços vêm subindo. Estudos da CFTC sobre os mercados agrícolas e de petróleo constatam que os especuladores tendem a seguir tendências dos preços, e não a liderá-las. Finalmente, especuladores tais como “*managed money traders*” (incluem os *hedge funds*) tendem a operar tanto como “comprados” como “vendidos”. Para a CFTC, são as forças fundamentais de oferta e procura que vêm determinando a inflação de commodities. Tais fatores incluem o aumento da demanda nos mercados emergentes, a menor oferta devido a problemas climáticos ou a evento geopolíticos, e o dólar mais fraco. Em conjunto, tais fatores econômicos fundamentais teriam criado uma “tempestade perfeita” que estaria causando pressões altistas generalizadas nos preços futuros.

Como se dá a transmissão da especulação em mercados futuros para os preços à vista? Suponha que, por alguma razão, especuladores comecem a comprar contratos futuros de petróleo, elevando o preço futuro, e tornando-o relativamente caro vis-à-vis o preço à vista. Um arbitrador, então, venderia o que está caro (o petróleo futuro) e tomaria emprestado para comprar o que está barato (o petróleo à vista). Quando o contrato futuro maturasse, o arbitrador entregaria o petróleo armazenado ao (elevado) preço futuro, pagaria o empréstimo tomado e embolsaria um lucro extra. Note-se que tal mecanismo de transmissão requer que haja uma subtração de barris de petróleo do consumo à vista para serem estocados. É tal diminuição da oferta de barris físicos que pode elevar o preço à vista. O problema é que os estoques, não só de petróleo, mas da maioria das commodities, estão caindo, não subindo. Ou seja, é difícil justificar que seja a especulação em índices de commodities que esteja causando a inflação de commodities que vem ocorrendo.

Um argumento persuasivo é o que liga a inflação de commodities à baixa da taxa real de juros que tem ocorrido nos últimos anos ao redor do mundo, sobretudo nos EUA. O argumento é que ao produzir e vender um barril de petróleo, os dólares auferidos passam a render a (baixa) taxa real de juros. Assim, torna-se mais vantagem deixar o petróleo debaixo da terra e esperar pelo preço mais alto no futuro. À medida que mais petróleo é deixado debaixo da terra, o preço à vista sobe. O mesmo valeria para as demais commodities que têm oferta limitada. Outro canal através do qual a baixa dos juros nos EUA afetaria o preço (em dólares) das commodities é via depreciação do dólar frente às demais moedas. Quando o dólar se deprecia, o preço das commodities cotadas em dólar sobe.

Voltando à alegada culpa dos especuladores, falta demonstrar por que eles resolveriam comprar grandes posições futuras de commodities a preços elevados se não houvesse razões fundamentais para justificar tal comportamento. Ao fim e ao cabo, se os preços caírem, os especuladores perderiam muito. Dado a grande liquidez de tais mercados, coalizões para manipular preços (*corners*) são improváveis.

Os preços de commodities podem cair. Se os bancos centrais, preocupados com a inflação em alta, apertarem as respectivas políticas monetárias, isso deve baixar os preços das commodities. Mudanças nas expectativas de (maior) oferta de commodities, ou de (menor) crescimento da demanda também podem impactar favoravelmente os preços de commodities. Limitar o funcionamento de mercados de derivativos de commodities não só não resolveria o problema da inflação de commodities, como poderia piorá-lo. Sem o balizamento provido pelos preços futuros, haveria menor investimento na produção, com impactos indesejáveis sobre a oferta futura e sobre os preços à vista no futuro.