

Atividade especulativa dos fundos de investimento no mercado futuro de commodities agrícolas, 2006–2009¹

Mario Miguel Amin Garcia Herreros²
Fernanda Gene N. Barros³
Elisabeth dos Santos Bentes⁴

Resumo: O mercado internacional de commodities agrícolas é um exemplo de mercado caracterizado por um amplo processo especulativo. Grande parte desse processo é realizada pelos fundos de investimento, cuja participação nos mercados futuros, sob a carteira de Commodity Index Funds, visa a lucros a curto prazo, que passam a alterar drasticamente a formação dos preços futuros das commodities. Usando-se as informações disponíveis em Commodities Futures Trading Commission (CFTC) e em Commodity Index Traders (CIT), além dos preços futuros nos mercados de Chicago Board of Trade (CBOT) e da Intercontinental Exchange (ICE) de Nova York, este estudo objetiva identificar a participação e o nível de influência dos fundos de investimento na formação dos preços internacionais de algodão, açúcar, café e soja, durante o período de 2006 a 2009. Os resultados indicam que os agentes especuladores têm exercido uma significativa influência na formação dos preços futuros das commodities agrícolas. Para o algodão, o nível de especulação alcançou, em 24 de fevereiro de 2009, o valor de 64,56%. Para o café, o índice de especulação chegou, em 17 de julho de 2008, a 60,60%. No caso da soja, o nível de especulação alcançou, em 3 de julho de 2008, 54,87%. Já para o açúcar, o percentual chegou, em 29 de julho de 2008, a 53,72%.

Palavras-chave: *Commercial traders, commodity Index Traders, fundos de investimento, mercados futuros, non-commercial spread traders.*

Speculative activity of investment funds in the future market of agricultural commodities, 2006–2009

Abstract: The international market for agricultural commodities is an example of a market characterized by an ample speculative process. Much of this process is conducted by Investment Funds, whose participation in futures markets, under the portfolio of Commodity Index Funds, seeks to profit in the short term and will drastically change the formation of the commodities future prices. Using the information available from the Commodities Futures Trading Commission (CFTC), the Commodity Index Traders (CIT) and the data on futures market prices from the Chicago Board of Trade (CBOT) and the Intercontinental Exchange (ICE) in New York, the study has the objective

¹ Original recebido em 3/9/2009 e aprovado em 17/12/2009.

² Ph. D., economista agrícola, professor titular da Universidade da Amazônia, Belém, PA. E-mail: marioamin@gmail.com

³ M. Sc., economista do Banco da Amazônia, Belém, PA. E-mail: fernanda.barros@bancoamazonia.com.br

⁴ M. Sc., economista, professora-adjunta da Universidade da Amazônia, Belém, PA. E-mail: bbentes@superig.com.br

of identifying the behavior and level of influence of the Investment Funds in the formation of the international prices of cotton, sugar, coffee and soybeans during the period 2006 to 2009. The results indicated that the speculators have exercised a significant influence in the formation of the agricultural commodities future prices. For cotton, the level of speculation reached, on February 24, 2009, 64.56%. For coffee, the level of speculation was, on July 17, 2008, 60.60%. For soybeans, the speculators had, on July 3, 2008, 54.87% of the market. For sugar, the highest percentage was reached on July 29, 2008, with 53,72%.

Keywords: *Commercial traders, commodity Index Traders, Investment Funds, futures markets, non-commercial spread traders.*

Introdução

Relatório publicado pela Food and Agriculture Organization of the United Nations (FAO), em 2008, apontou um significativo aumento no valor das importações de alimentos dos países em desenvolvimento, de US\$ 191 bilhões em 2006, para US\$ 254 bilhões em 2007. No relatório, a FAO já previa que, em virtude dos aumentos nos preços das commodities básicas até julho de 2008, o valor das importações deveria chegar próximo de US\$ 1 trilhão até o final de 2008 (FAO, 2008).

Esses aumentos têm instigado muita polêmica entre os especialistas. Diversas causas têm sido apontadas para justificar os recentes aumentos nos preços da maior parte das commodities agrícolas, cujas cotações são definidas diariamente nos diversos mercados de futuro do mundo. Como observado na mídia, a polêmica centra-se em três argumentos. O primeiro baseia-se na adequação mundial de oferta/demanda de alimentos, causada pelo aumento da demanda por alimentos por parte de economias emergentes – principalmente a China e a Índia –, cujo crescimento registrou, em média, 10% a.a. O segundo associa o aumento dos preços à queda na produção de alimentos básicos, queda essa decorrente das sérias mudanças climáticas que têm afetado o mundo nos últimos 5 anos. O terceiro procura justificativa na volatilidade dos preços das commodities agrícolas, como consequência das incertezas impostas pela situação econômico-política das atuais relações internacionais.

Todos esses argumentos servem para entender ou explicar parcialmente os motivos que induziram a explosão de preços das commodities agrícolas nos últimos anos. Existem,

entretanto, importantes atores no mercado de ativos financeiros que, conquanto tenham passado quase despercebidos pela mídia, desempenham papel importante na determinação dos preços internacionais, que são as commodities agrícolas. Esses atores são os chamados fundos de investimento, cujos acionistas, necessitando recuperar as perdas motivadas pela crise das *subprimes*, pela queda nos valores das ações de Wall Street e pela intensa desvalorização do dólar nos últimos anos, procuraram abrigo no mercado de commodities agrícolas.

Grande porcentagem dos preços futuros das commodities é resultado das atividades de troca de contratos futuros, entre um seleto grupo de fundos de investimento. Essa conclusão fundamenta-se no acompanhamento diário do comportamento dos preços futuros nas diversas bolsas de futuros e, principalmente, nas estatísticas apresentadas pela Commodities Futures Trading Commission (CFTC, 2009), em cujo relatório semanal – *Commitments of Traders in Futures (COT)* –, é possível identificar as posições assumidas pelos especuladores e pelos *hedgers* num determinado período.

A discussão sobre a influência da participação dos agentes especuladores na determinação dos preços internacionais das diversas commodities assumiu dimensão global, envolvendo diversas instituições internacionais, obrigando, então, a CFTC a revisar seu histórico relatório semanal, que apresentava, sob a classificação *commercial traders*, a soma de todas as posições assumidas tanto pelos *hedgers* quanto pelos especuladores (fundos de investimento), mascarando, de forma escandalosa, a significativa participação dos especuladores na definição dos preços internacionais das commodities agrícolas.

Sob pressão, a CFTC passou, a partir de 2006, a publicar um *Relatório Suplementar*, que abrange doze commodities, entre as quais se destacam produtos básicos da alimentação, como trigo, milho, açúcar, café, soja, óleo de soja, algodão, suco de laranja e produtos da pecuária. O *Relatório Suplementar* passou a divulgar separadamente as informações referentes à participação dos *commercial traders (hedgers)*, especialmente a participação dos Commodity Index Traders (CIT) – fundos de investimento –, permitindo, assim, uma análise mais criteriosa da parcela de participação dos agentes especuladores no mercado de futuros.

Nessa perspectiva, o estudo visa, com base nas informações disponíveis nos mercados do Chicago Board of Trade (CBOT, 2008), do Intercontinental Exchange (ICE, 2008) e das estatísticas da Commodity Futures Trading Commission (CFTC, 2009), identificar a participação, a posição e o nível de influência dos fundos de investimento na formação dos preços internacionais de algodão, açúcar, café e soja durante o período de 2006 a 2009.

O trabalho está organizado na seguinte ordem: 1) introdução; 2) contextualização do mercado de futuros em relação a seus agentes, a forma de distribuição de risco e as ações especulativas dos fundos de investimento; 3) análise de como o mercado futuro de commodities serviu como refúgio para os fundos de investimento na presença da forte queda na lucratividade das aplicações nos principais centros financeiros do mundo; 4) descrição do material e dos métodos utilizados no desenvolvimento do estudo; 5) identificação do nível de participação especulativa dos fundos de investimento por meio dos Commodity Indexes e dos *non-commercial spread traders* na formação dos preços do algodão, do açúcar, do café e da soja. Por fim, apresentam-se as conclusões.

Contextualização do mercado futuro

O mercado futuro e seus agentes

As expectativas sobre a demanda e a oferta das commodities têm um papel importante na definição dos preços. A situação social, política

e econômica dos países produtores também exerce uma influência indireta. Existem, entretanto, algumas atividades diárias nos mercados futuros dos Estados Unidos que têm um forte efeito sobre a determinação dos preços internacionais das commodities. Entre elas, Hull (1996) e Schwager (1984) destacam:

- Compra/venda das indústrias.
- *Hedging* de produtores, exportadores, processadores e indústrias.
- Liquidações especulativas em curto e longo prazos.
- Compras/vendas especulativas em razão de aumento ou queda de preço em outras commodities.
- Compra/venda especulativa dos fundos.
- Arbitragem de mercado.
- Arbitragem cambial.

Observa-se, portanto, que a formação diária dos preços internacionais nos mercados futuros decorre, além da contribuição dada pelas tradicionais forças do mercado, de três atividades conjuntas: a) a “administração do risco” pelos *hedgers*; b) a “especulativa”, decorrente da atuação de um seletivo grupo de agentes altamente especializados; e c) da “arbitragem”, que aproveita a diferença entre os mercados futuros.

Grande parte da controvérsia nas operações de futuros é resultado da significativa parcela de participação dos fundos de investimento na chamada “redistribuição de risco”, por meio das posições assumidas nos pregões da Bolsa. A sua atividade especulativa chega a ser desaprovada pela forma como atua nos mercados, bem como pelos efeitos negativos que a sua participação exerce sobre o desempenho do mercado e, especialmente, para a formação dos preços internacionais das commodities (AMIN, 1995).

Commodities: abrigo contra a crise financeira de Wall Street

Forças motivadoras

Entre as múltiplas e estranhas condições motivadoras que existem no cenário internacional, apenas três serão aqui discutidas por serem

consideradas as mais relevantes para explicar os recentes aumentos nos preços das commodities agrícolas, como café, soja, açúcar e algodão, que representam importante parcela das exportações do agronegócio brasileiro: a desvalorização “consentida” do dólar; o significativo aumento nas transações de futuros não regulados realizadas nos mercados eletrônicos chamados Over-the-Counter (OTC), no lugar da utilização dos mercados regulados de commodities; e os Commodity Index Traders (CIT), cuja atuação no mercado futuro, nas mais diversas commodities, vem sendo investigada, desde 2006, pelo Congresso Americano.

Desvalorização “consentida” do dólar

A política adotada pelos Estados Unidos de desvalorização do dólar tem um resultado perverso, ao prejudicar o nível das exportações dos países em desenvolvimento e principalmente ao incentivar a rápida migração dos fundos de investimento para o mercado futuro de commodities, como forma de proteger-se contra a queda de seus ativos financeiros. Referência diária para a determinação do nível e do volume das aplicações financeiras, a alta ou baixa do dólar em relação às outras moedas tem uma significativa influência sobre a formação dos preços futuros das commodities. É o caso de produtos como milho, arroz, soja e trigo, essenciais para a alimentação da população mundial. Buscando proteção de uma moeda em queda durante vários anos, os fundos de investimento migraram pesadamente para o setor de commodities agrícolas. Essa atividade tem um forte efeito colateral ao distorcer completamente os processos normais dos fluxos de oferta e demanda de produtos estratégicos para a alimentação da população mundial.

As raízes dos problemas atuais são profundas e só agora começam a emergir como resultado do contínuo aumento do déficit comercial dos Estados Unidos, o qual, nos últimos três anos, superou US\$ 700 bilhões, com perspectivas de continuar aumentando nos próximos anos. O déficit fiscal em 2006 foi de US\$ 8,5 trilhões. A indiferença das autoridades americanas

em relação às contas externas do país decorre do poder econômico que o dólar ainda detém no âmbito das transações financeiras e comerciais internacionais. Financiando suas contas internas com a venda de *bonds* e perdendo competitividade no mercado internacional diante das economias dos mercados emergentes, a única alternativa disponível para as autoridades americanas, para diminuir o déficit comercial, foi a de usar a conhecida política de desvalorização da moeda. Assim, o dólar, perdendo valor no mercado como referência internacional de exportação e importação de mercadorias, poderia de certa forma compensar a queda na competitividade de seus produtos e a posição do setor industrial no mercado internacional.

Commodity Index Traders (CIT)

A sobrevivência do mercado financeiro depende da própria criatividade, expressa, por exemplo, ao lançar, nos períodos críticos, novas e mais lucrativas alternativas de aplicação financeira. Uma forma muito conhecida de movimentação financeira mundial são os mercados de derivativos lançados na tumultuada década do setor financeiro dos anos 1980, que, sem lastro monetário, hoje alcançam cerca de US\$ 100 trilhões.

Seguindo essa tradição, os anos 1990 assistiram à proliferação dos chamados Commodity Indexes, formados por uma cesta de setores importantes da economia mundial, ponderados pela importância que representam no aspecto global da economia. Entre eles, destacam-se: Dow Jones-AIG Commodity Index (DJ-AIG), S&P Commodity Index (SPCI), Roger International Commodity Index (Rici), Reuters-CBR Index (CCI) e Goldman Sachs Commodity Index (GSCI). Recentemente, o SPCI e o GSCI formaram o grupo S&P GSCI.

A composição dos índices é pouco divulgada, assim como os setores que formam parte da cesta e, principalmente, os componentes e a ponderação percentual de cada um deles. A estruturação dos índices é muito importante, haja vista a significativa participação dos Commodity

Indexes na formação internacional dos preços das commodities.

Para entender as estranhas “coincidências” verificadas por trás dos aumentos dos preços das commodities como café, soja e algodão, cita-se, no presente trabalho, o comportamento seguido pelo GSCI, que, durante os últimos 3 anos, tem sido o porta-voz do mercado financeiro ao antecipar, ou melhor, “cantar a pedra” no que diz respeito à tendência futura dos preços das mais diversas commodities no mercado internacional.

O GSCI, considerado o grupo mais forte e de maior prestígio no mercado por suas “acertadas previsões” no mercado de petróleo, tem, por exemplo, a sua carteira de aplicações composta por 24 commodities, agrupadas da seguinte forma: energia (77,67%), metais industriais (6,50%), metais preciosos (1,82%), agricultura (10,96%) e pecuária (3,04%). O setor de energia, por sua vez, está composto por petróleo WTI (40,51%), petróleo Brent (14,57%), RBOB gás (4,6%), óleo para aquecimento (5,50%), gasolina (5,58%) e gás natural (6,92%). Coincidência ou não, um dos fundadores do ICE, em 2000, foi o Goldman Sachs Bank, ao qual pertence o GSCI.

Novas formas de especulação: o mercado eletrônico Over-The-Counter (OTC)

Nos anos 1990, a desregulamentação dos mercados futuros ganhou impulso e as commodities minerais, energéticas e agrícolas passaram a ser consideradas importantes alternativas de aplicação financeira pelos fundos de investimento, como forma de reduzir os riscos das fortes flutuações nos ativos financeiros de Wall Street.

Nesse ambiente, os contratos OTC tornaram-se populares e finalmente, em 2000, vários bancos de investimento e companhias de petróleo formaram o Intercontinental Exchange (ICE), garantindo a compra e a venda das mais diversas commodities de energia, metais e agrícolas por meio do não regulamentado mercado eletrônico do OTC.

Essa iniciativa instigou o aumento da atividade especulativa do mercado futuro ao não exigir, de seus clientes, nenhuma identificação prévia que permitisse, como no caso dos mercados regulados, determinar o número dos grandes investidores em seus relatórios semanais. O OTC concentra grande proporção da movimentação diária especulativa dos mercados não regulados das mais diversas commodities.

Material e métodos

Os dados

Para atender ao objetivo do estudo, foram usadas duas fontes de informação. A primeira foi a Barcharts, cujas informações sobre a situação diária dos diversos mercados financeiros e de commodities permitiram obter os preços futuros de açúcar, algodão, café e soja para o período de janeiro de 2006 a março de 2009.

As informações referentes ao volume de *hedging* e, mais importante ainda, ao volume especulativo negociado de soja no Chicago Board of Trade (CBOT) e de algodão, açúcar e café no Intercontinental Exchange (ICE) de Nova York foram obtidas dos relatórios emitidos, todas as terças-feiras, pela Commodities Futures Trading Commission (CFTC, 2009). Os relatórios, chamados de *Commitments of Traders in Futures (COT)*, fornecem informações sobre: o número de contratos em aberto (*open interest*); as posições mantidas pelos *non-commercial traders*, pelos *non-commercial spread traders* e pelos *commercial traders*, e o grupo de *small traders*.

A partir de 2006, a CFTC passou a incluir em seus relatórios semanais a informação relacionada às posições assumidas pelos Commodity Index Traders (CIT) em 12 commodities agrícolas selecionadas. Essas posições eram introduzidas, historicamente, nas informações referentes aos *commercial traders*, embora fossem consideradas como posições especulativas no mercado futuro. Diante das reclamações dos agentes do mercado e das investigações feitas pelo Congresso Americano sobre a transparência das informações semanais que não inseriam

as posições especulativas dos fundos de investimento, a CFTC foi forçada a incluir, em seus relatórios semanais, o volume de contratos em aberto *long* e *short* assumidos pelos Commodity Index Traders. Foi possível, assim, identificar o percentual de contratos futuros nas carteiras dos fundos de investimento que, somados às posições assumidas pelos *non-commercial spread traders*, *non-commercial traders* e *small traders*, indicam a dimensão do impacto e da influência da atividade especulativa na formação dos preços internacionais de açúcar, algodão, café e soja, para o período de janeiro de 2006 a março de 2009.

Conceitos básicos

Os traders no mercado futuro

A CFTC classifica os *traders* em dois grupos, conforme sua participação e sua atividade econômica nos mercados futuros. A diferença básica entre os dois grupos está relacionada ao nível de influência que cada um exerce sobre a formação dos preços futuros e, especialmente, em relação à forma de declarar, diariamente, as posições mantidas em aberto (*open interest*) (HULL, 1996; SCHWAGER, 1984).

Do primeiro grupo fazem parte os *non-commercial traders*, os *non-commercial spread traders* e os *small traders*.

O grupo de *non-commercial traders* e *non-commercial spread traders* é integrado, em grande parte, pelos fundos de *hedge* e pelos fundos de commodities, que, classificados como *large speculators*, são obrigados, pelas normas do CFTC, a declarar as posições assumidas nos pregões diários.

Os fundos de *hedge* são associações que mantêm e negociam uma ampla variedade de investimentos, incluindo moedas, letras do tesouro, mercadorias, imóveis e contratos futuros. Possuidores de uma grande quantidade de recursos e famosos por sua extrema volatilidade nas aplicações, os fundos de *hedge* têm ganhado a manchete na mídia internacional, nos

últimos anos, ao serem acusados como responsáveis pelo colapso das economias da Ásia, em 1997, e de intervir especulativamente nas moedas do Brasil, da Argentina e do México.

Os fundos de commodities podem ser divididos em públicos e privados. Os públicos são aqueles cujas ações podem ser compradas pelo público em geral, enquanto os privados reúnem um grupo de acionistas limitado a menos de 35 membros. A sua participação nos mercados futuros é mais regulada pela legislação dos Estados Unidos, contribuindo, assim, para reduzir os abusos nas aplicações.

Os *small traders*, ao contrário dos *non-commercial traders*, não precisam declarar as suas posições, uma vez que, sendo considerados como pequenos especuladores, a sua participação não tem grande influência na determinação dos preços.

O segundo grupo de *traders* é classificado em *commercial traders*, que usam contratos futuros para realizar *hedging*, visando proteger-se de risco ou prejuízo. Do mesmo modo que os *large speculators*, são obrigados, pelas normas do CFTC, a declarar as posições assumidas. Nesse processo, Teixeira (1992, p. 23) indica

[...] que os *hedgers* podem ser divididos em *hedgers* de venda e *hedgers* de compra. Os primeiros buscam defesa contra possível queda nos preços da commodity. Por esse motivo, procuram vendê-la antecipadamente garantindo um preço de venda. Os *hedgers* de compra tentam defender-se contra possível alta nos preços das commodities pelas quais têm interesse de compra [...].

Classificação por tipo de posição

As estatísticas semanais apresentadas nos Commitments of Traders in Futures (COT), da CFTC (2009), permitem identificar as posições assumidas pelos especuladores (*non-commercial*, *non-commercial spread traders* e *small traders*) e pelos *hedgers* (*commercial traders*) num determinado período.

Duas posições refletem o tipo de compromisso assumido: *long* e *short*. Diz-se que o especulador está *long* (*short*) quando assumiu uma posição de compra (venda). O *hedger* pode

apresentar uma posição *long* ou *short*. É importante mencionar que, pela lógica do processo dos mercados futuros, no final de todo pregão, o número de posições *long* deve ser igual ao número de posições *short*. Uma vez identificadas as posições *long* e *short*, o ponto-chave da análise consiste em estimar o valor da *net long position* e da *net short position*, tanto dos especuladores quanto dos *hedgers*.

Spread trading

Para complementar a análise anterior, é necessário conhecer e explicar “as forças” por trás do processo especulativo, que tem tomado conta do mercado futuro de commodities agrícolas, nos últimos anos. Antes de tudo, é preciso que seja esclarecido o tipo de aplicações que foram criadas pelo mercado financeiro e que permitem a utilização dos mais diversos métodos de especulação no mercado de commodities. Uma das alternativas disponíveis para aplicações de tipo especulativo é o chamado *spread trading* (ABELL, 2003; PRYOR, 2007; SCHAP, 2005).

O *spread trading* é uma das maravilhas especulativas inventadas pelos agentes do mercado financeiro que, procurando alternativas de investimento para suas carteiras de aplicações, não poupam esforços para incorporar a suas atividades extraordinários métodos ou sistemas de especulação financeira.

No *spread trading*, o agente compra (*longs*) e vende (*shorts*), simultaneamente, contratos de futuros de commodities. As alternativas mais conhecidas de especulação são os *intraday spread* (soja no CBOT) e *intermarket spread* (trigo no CBOT e trigo no KCBOT). O melhor desse processo de *trading* é a facilidade com que qualquer pessoa pode entrar ou sair do mercado de futuros, assim como os benefícios decorrentes de sua utilização.

Entre os muitos benefícios estão: a) o *spread* é considerado uma “aposta” e, portanto, não paga imposto (*tax*); b) os *intraday spread* exigem uma margem menor na aplicação do que nos futuros tradicionais; c) dada a menor

margem, os *spread* oferecem maiores retornos que outras aplicações; d) o *spread* facilita o *hedging* no mercado; e) o agente está exposto a um risco menor; e f) o *spread* não paga taxa de comissão pelos serviços recebidos. Nos *spread*, o *trader* bem informado do mercado tem lucro apostando na alta ou na baixa dos preços (ABELL, 2003; PRYOR, 2007; SCHAP, 2005). Conhecendo-se, portanto, as tendências do mercado (*bull* ou *bear*), é lucro certo. As commodities agrícolas tornaram-se, dessa maneira, uma das mais lucrativas aplicações nos mercados futuros para os fundos de investimento.

Resultados

As recentes discussões que têm inundado a mídia mundial sobre o aumento das commodities agrícolas têm sido bastante parciais ao indicar ou sinalizar apenas os tradicionais fundamentos estruturais do mercado como a causa principal do aumento nas cotações internacionais das commodities. Essa argumentação é parcialmente verdadeira porque despreza a participação de importantes agentes que negociam posições de futuros nas Bolsas de Chicago e Nova York e contribuem significativamente para a determinação dos preços internacionais das commodities.

A seguir, serão feitas duas análises, que mostram como os agentes classificados como Commodity Index Traders (CIT) e *non-commercial spread traders*, no relatório semanal da CFTC (2009), participam intensamente da formação dos preços das commodities agrícolas. Na primeira parte, é feita uma análise do ranking da participação percentual nos contratos abertos (*open interest*) que as Commodity Index Traders e os *non-commercial spread traders* mantiveram, durante o período de janeiro de 2006 a março de 2009, nas commodities de açúcar, algodão, café e soja. Na segunda parte, é feita uma análise detalhada da participação de todos os agentes que formam parte do mercado futuro de Chicago e Nova York. São eles: os *non-commercial traders*, os *non-commercial spread traders*, os *small traders*, os *commercial traders* e o novo grupo composto pelos Commodity Index Traders.

Ranking da atividade especulativa no mercado futuro

As informações semanais do *Relatório Suplementar da CFTC* (2009) permitem extrair importante informação sobre o comportamento de cada um dos agentes que atuam nas bolsas de futuros de Chicago e de Nova York. Na Tabela 1, apresentam-se as doze semanas em que o percen-

tual de contratos futuros em aberto mantidos pelos Commodity Index Traders e *non-commercial spread traders* atingiu os maiores níveis no período de 2006 a 2009.

As estatísticas da participação percentual mantida pelos Commodity Index Trader em contratos abertos, ao longo do período analisado, surpreende por seu significativo peso na

Tabela 1. Ranking da participação percentual dos Commodity Index Traders e dos *non-commercial spread traders*, no período de 2006 a 2009.

| Algodão | | | | Café | | | |
|------------|--------------|--------------|--------------|-----------|--------------|--------------|--------------|
| Data | OI | %CIT | % spread | Data | OI | %CIT | % spread |
| 2/5/2006 | 191145 | 39,66 | 16,99 | 26/8/2008 | 173837 | 32,98 | 27,06 |
| 24/2/2009 | 157426 | 39,47 | 25,09 | 12/8/2008 | 174348 | 32,90 | 26,38 |
| 25/4/2006 | 180418 | 39,44 | 16,20 | 19/8/2008 | 173694 | 32,89 | 27,00 |
| 17/2/2009 | 158471 | 38,96 | 25,13 | 9/9/2008 | 172502 | 32,83 | 27,08 |
| 9/5/2006 | 196920 | 38,81 | 17,12 | 2/9/2008 | 172905 | 32,65 | 26,70 |
| 18/4/2006 | 172367 | 38,69 | 14,96 | 16/9/2008 | 177977 | 30,52 | 27,55 |
| 27/6/2006 | 205184 | 38,65 | 19,17 | 15/7/2008 | 201476 | 30,07 | 30,53 |
| 21/11/2006 | 201950 | 38,54 | 21,14 | 5/8/2008 | 196805 | 29,80 | 29,83 |
| 3/3/2009 | 161757 | 38,31 | 25,08 | 17/6/2008 | 199685 | 29,46 | 28,43 |
| 3/7/2006 | 209953 | 38,18 | 20,23 | 22/7/2008 | 199888 | 29,21 | 31,58 |
| 10/2/2009 | 162477 | 37,88 | 24,47 | 24/6/2008 | 203186 | 29,17 | 30,50 |
| 11/7/2006 | 214301 | 37,85 | 21,12 | 23/9/2008 | 178317 | 29,11 | 30,49 |
| | Média | 38,70 | 20,56 | | Média | 30,97 | 28,60 |
| Açúcar | | | | Soja | | | |
| Data | OI | %CIT | % spread | Data | OI | %CIT | % spread |
| 9/10/2007 | 807356 | 32,38 | 14,57 | 1º/8/2006 | 414997 | 29,98 | 22,00 |
| 2/10/2007 | 807474 | 32,37 | 14,49 | 25/7/2006 | 398164 | 29,79 | 21,93 |
| 13/5/2008 | 1238919 | 31,69 | 19,60 | 8/8/2006 | 418437 | 28,94 | 22,28 |
| 6/5/2008 | 1250389 | 31,41 | 20,68 | 5/9/2006 | 435205 | 28,56 | 23,64 |
| 29/4/2008 | 1251166 | 31,35 | 20,44 | 18/7/2006 | 416774 | 28,12 | 24,58 |
| 16/9/2008 | 1041011 | 31,35 | 20,35 | 3/7/2006 | 410024 | 28,03 | 26,84 |
| 20/5/2008 | 1247111 | 30,94 | 19,80 | 12/9/2006 | 442040 | 27,84 | 23,04 |
| 29/7/2008 | 1117624 | 30,93 | 22,79 | 15/8/2006 | 426421 | 27,84 | 23,42 |
| 18/9/2007 | 789201 | 30,91 | 13,96 | 29/8/2006 | 433571 | 27,83 | 23,97 |
| 15/4/2008 | 1265996 | 30,88 | 20,04 | 27/6/2006 | 414948 | 27,49 | 24,38 |
| 22/4/2008 | 1272077 | 30,80 | 19,98 | 11/7/2006 | 427561 | 27,47 | 26,78 |
| 22/7/2008 | 1123635 | 30,74 | 22,21 | 19/9/2006 | 446428 | 27,43 | 23,94 |
| | Média | 31,31 | 19,08 | | Média | 28,28 | 23,90 |

Fonte: CFTC (2009).

formação diária das cotações internacionais de açúcar, algodão, café e soja. O percentual está, em média, 38,70% para algodão, 31,31% para açúcar, 30,97% para café e 28,28% para soja.

Algodão parece ser a commodity que mais agrada aos especuladores, haja vista que, em 2 de maio de 2006, o percentual de contratos em aberto, nas mãos dos Commodity Index Traders, chegou quase a atingir os 40%. Outra importante informação que pode ser obtida das estatísticas da CFTC é a concentração temporal ou sazonal da participação dos especuladores. Para café, por exemplo, o ano de 2008 foi o que apresentou o maior índice especulativo, período esse no qual os mercados futuros, em geral, sofreram os maiores ataques especulativos. A soja teve, no ano de 2006, o maior índice de participação dos especuladores, enquanto o açúcar e o algodão tiveram uma participação mais diferenciada.

O algodão parece ser a commodity que mais agrada aos especuladores, haja vista que, em 2 de maio de 2006, o percentual de contratos em aberto, nas mãos dos Commodity Index Traders, chegou quase a atingir os 40%. Outra importante informação que pode ser obtida das estatísticas da CFTC é a concentração temporal ou sazonal da participação dos especuladores. Para café, por exemplo, o ano de 2008 foi o que apresentou o maior índice especulativo, período esse no qual os mercados futuros, em geral, sofreram os maiores ataques especulativos. A soja teve, no ano de 2006, o maior índice de participação dos especuladores, enquanto açúcar e algodão tiveram uma participação mais diferenciada.

A atividade especulativa dos Commodity Index Traders ficaria incompleta se não fosse incorporada, na análise, a participação de outros agentes considerados como grandes especuladores no mercado futuro de commodities, os quais formam o grupo dos *non-commercial spread traders*. A Tabela 1 mostra o alto percentual de contratos em aberto mantidos por esse grupo, variando, em média, entre 28,60% para café e 19,08% para açúcar.

As estatísticas semanais da CFTC permitem retirar importante informação sobre o percentual do total de contratos em aberto mantidos tanto pelos Commodity Index Traders quanto pelos *non-commercial spread traders* em commodities como açúcar, algodão, café e soja. Observa-se, na Tabela 1, que, para o algodão, o percentual dos dois grupos de especuladores alcançou, em 24 de fevereiro de 2009, o valor de 64,56%. Para o café, o índice de participação especulativa do grupo chegou, em 17 de julho de 2008, a 60,60%. No caso da soja, a soma dos contratos em aberto mantidos pelos dois grupos de especuladores alcançou, em 3 de julho de 2008, 54,87%. Já para o açúcar, o percentual chegou, em 29 de julho de 2008, a 53,72%. Sabe-se que julho de 2008 foi o mês em que a maioria dos especuladores desmontou a maior parte de suas posições para garantir a lucratividade de suas aplicações.

Esse alto percentual de participação especulativa, tanto dos Commodity Index Traders quanto dos *non-commercial spread traders*, contribui para criar distorções nos preços internacionais das commodities, ao criar uma “demanda fictícia” no mercado internacional, alterando a estrutura do mercado com relação aos tradicionais fundamentos de oferta e demanda. Essa demanda inexistente pressiona a movimentação do mercado, ao aumentar a volatilidade dos preços, em detrimento da renda dos produtores e especialmente contribuindo para aumentar, ainda mais, as incertezas quanto à balança comercial dos países.

As forças e os limites na especulação de commodities agrícolas

Os resultados acima apresentados mostram apenas uma situação superficial da movimentação especulativa que acontece todos os dias nos mercados futuros de Chicago e Nova York. Um conhecimento mais profundo e abrangente sobre as forças e as estratégias do mercado que estão por trás desses percentuais exige uma análise mais completa, na qual devem ser incorporados todos os participantes que atuam no mercado futuro de açúcar, algodão, café e soja.

Como mencionado anteriormente, nos mercados futuros de commodities, existe uma série de agentes atuando como compradores, como vendedores, como corretores e especialmente como especuladores. Os agentes especuladores estão agrupados, em função de suas operações, em *non-commercial traders*, *non-commercial spread traders* e *small traders*. Os compradores e os vendedores, chamados de *hedgers* nos mercados futuros, são agrupados sob a classificação de *commercial traders*. Existe um novo grupo de agentes classificados como especuladores, os Commodity Index Funds, que, a partir de 2006, foram classificados como Commodity Index Traders (CIT), e passaram a receber especial atenção da CFTC e dos analistas de mercados futuros por sua significativa participação especulativa na determinação dos preços internacionais das commodities agrícolas. É importante lembrar, a esta altura, que a movimentação do volume de contratos futuros é feita pelos agentes, por meio de duas operações básicas: pelas posições de compra (chamadas de *long*) e pelas posições de venda (chamadas de *short*).

Usando-se essa contextualização dos agentes e do mercado futuro, apresenta-se, a seguir, uma análise mais abrangente, que permite identificar as “verdadeiras tendências” do mercado futuro de algodão, açúcar, café e soja, durante o período de janeiro de 2006 a março de 2009. Para esse fim, serão usadas as estatísticas semanais da CFTC relacionadas com o percentual de contratos em aberto (*open interest*) e com o tipo de posições *long* e *short* mantidas, nos mercados futuros de Chicago e Nova York, tanto pelos agentes especuladores quanto pelos *hedgers*.

Algodão

Ao analisar o mercado futuro de algodão, da ICE de Nova York, dois aspectos destacam-se. Na Figura 1, pode ser observado como o mercado, no período 2006 a 2009, foi caracterizado, em geral, por uma tendência de posições compradas (*net long*), mantida pelos especuladores. Outro fator importante mostrado naquela figura é o comportamento da tendência dos preços de algodão, que acompanha, muito de perto, o

volume dos contratos em aberto (*open interest*) mantidos pelo grupo de especuladores classificados como Commodity Index Traders e, em especial, pelos *non-commercial spread traders*. A queda nos preços futuros, de US\$ 80 cents/lb, em janeiro de 2008, para cerca de US\$ 40 cents/lb, em março de 2009, acompanha, de certa forma, a tendência do processo de liquidação, para a realização de lucros, das posições *long* mantidas pelos especuladores.

O grupo de *non-commercial traders* e o de *small traders*, mesmo se mantendo *net long*, ao longo do período, não apresentam uma participação tão significativa quanto os outros especuladores na formação dos preços internacionais de algodão. Por seu turno, é importante notar a posição *net short* mantida pelos *hedgers* ao longo do período. Mais importante ainda é a significativa posição de venda (*short*) assumida no início de 2008, ocasião em que os preços chegaram aos níveis mais altos dos últimos anos, mas revertendo esse comportamento ao passar a liquidar posições *short*, quando os preços apresentavam tendência de queda.

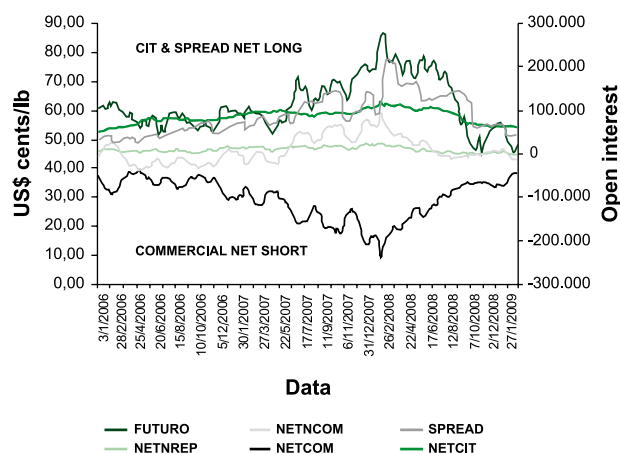


Figura 1. Posições *net long* e *net short* no mercado futuro de algodão, no período 2006–2009.

Fonte: CFTC (2009).

A Figura 2 apresenta, em termos percentuais, a participação de todos os especuladores, assim como o comportamento dos preços futuros no mercado de algodão da ICE de Nova York.

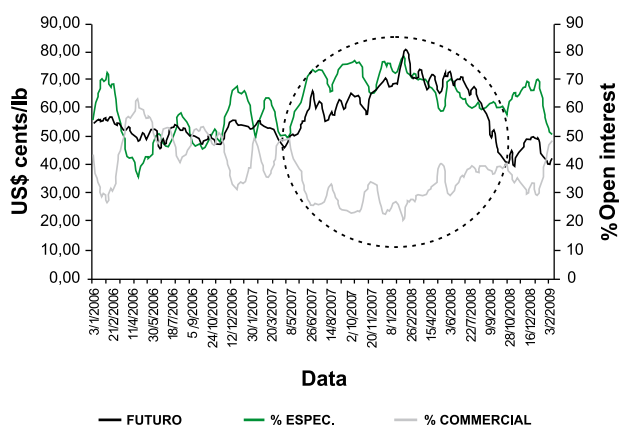


Figura 2. Percentual de contratos abertos mantidos pelos especuladores, no período 2006–2009.
Fonte: CFTC (2009).

Uma forte correlação pode ser observada entre a tendência dos preços e o percentual de participação dos especuladores no mercado futuro. No preço de US\$ 80 cents/lb, em janeiro de 2008, o percentual de contratos em aberto nas mãos dos especuladores chegou a estar próximo de 80%, enquanto o volume de contratos em aberto dos *commercial traders* ou *hedgers* ficou em 20%. Posteriormente, o percentual dos especuladores apresenta uma significativa queda, chegando, em março de 2009, a 50%, decorrente do processo da rápida liquidação de posições *long*, sendo acompanhada, ao mesmo tempo, por uma forte queda nos preços futuros. Os *hedgers*, por sua vez, aumentaram a sua participação percentual para 50% do total.

Soja

A importância da soja para a economia do Brasil, tanto no que se relaciona à geração de divisas quanto à sua participação na formação da renda dos produtores, é reconhecida por todos os setores da cadeia produtiva. Entretanto, a forte volatilidade que tem acompanhado as cotações internacionais nos últimos anos tem sido um enorme pesadelo no planejamento da produção, da industrialização e especialmente das exportações do País. Uma explicação dessa

volatilidade pode ser encontrada na formação dos preços futuros da soja no CBOT de Chicago. Usando-se as informações semanais da CFTC, é possível dimensionar até que ponto as intervenções dos especuladores têm sido uma força propulsora nesse processo de elevação dos preços internacionais da soja, os quais, por sua vez, atuam para aumentar a volatilidade das cotações no CBOT.

Apresenta-se, na Figura 3, uma análise das posições *net long* e *net short* dos agentes participantes no mercado futuro de soja de Chicago. O preço futuro apresenta uma tendência de alta a partir de dezembro de 2006, quando o grupo de especuladores formado pelos *Commodity Index Traders* e *non-commercial spread traders*, em especial, entra pesadamente no mercado, assumindo posições *long*, contribuindo, assim, para sustentar a tendência de aumento nos preços e indiretamente “forçando mais para acima” as cotações da soja. Entre janeiro de 2006 e junho de 2007, o preço futuro ficou abaixo dos US\$ 800 cents/bushel, assumindo, posteriormente, uma tendência de alta, até chegar, em julho de 2008, ao nível histórico de US\$ 1.800 cents/bushel.

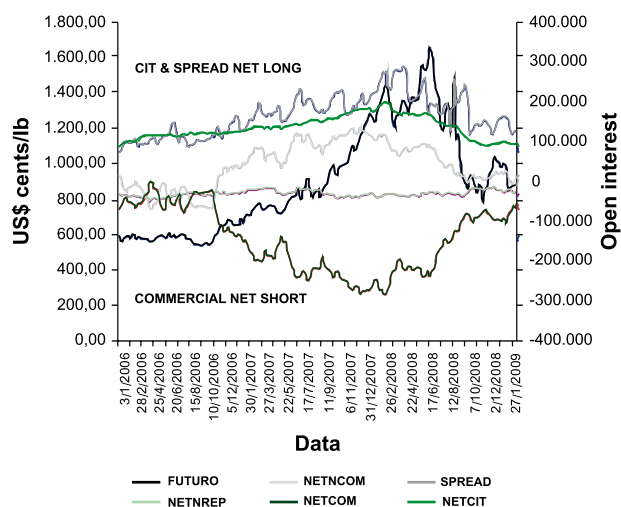


Figura 3. Posições *net long* e *net short* no mercado futuro de soja, no período 2006–2009.
Fonte: CFTC (2009).

Todo esse processo foi acompanhado pela maciça participação dos Commodity Index Traders e *non-commercial spread traders*. O período de dezembro de 2006 até julho de 2008 foi praticamente dominado pelas intervenções de compra dos especuladores, dando suporte ao aumento dos preços. As liquidações de posições *long* dos especuladores, a partir dessa data, contaminaram o mercado com um sentimento de queda nos preços de soja.

A Figura 4 é ainda mais expressiva e confirma a forte participação percentual dos especuladores na formação do preço futuro de soja. Observam-se dois momentos evidentes com relação à formação dos preços de soja no mercado futuro de CBOT em Chicago, os quais ajudam a elucidar a forma e a atuação dos diferentes agentes que participam desse mercado.

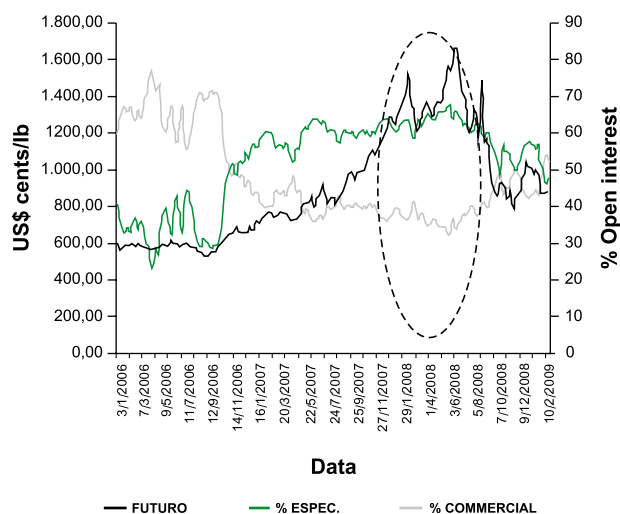


Figura 4. Percentual de contratos abertos mantidos pelos especuladores, no período 2006–2009.

Fonte: CFTC (2009).

No período de janeiro de 2006 até dezembro de 2006, os *commercial traders* ou *hedgers* mantiveram entre 50% e 75% dos contratos em aberto no mercado da CBOT, enquanto o preço se manteve em aproximadamente US\$ 600 cents/bushel. Por sua vez, os Commodity Index Traders e os *non-commercial spread traders* mantiveram-se entre 25% e 40% dos contratos futuros.

O segundo momento no mercado futuro de soja assume proporções mais surpreendentes ainda e até mesmo dramáticas, ao definir-se um novo mercado futuro no qual os especuladores passam a tomar conta do processo de formação dos preços internacionais da soja. Em outubro de 2006, por exemplo, os especuladores controlavam apenas 30% dos contratos em aberto (*open interest*), mas alcançaram, em julho de 2008, a fantástica marca de 65% do total de contratos futuros, garantindo, assim, uma ótima lucratividade, haja vista que, nesse mesmo mês, o preço futuro da soja alcançou os maiores patamares na história do mercado de soja. Os *commercial traders* ou *hedgers* mostram, ao longo desse período, uma posição de “espera”, assumindo em torno de 35% dos contratos futuros, na expectativa de uma mudança no preço, visando a liquidar, posteriormente, suas posições *short* no mercado.

Açúcar

O mercado de açúcar tem se mantido bastante “agitado” durante os últimos anos, por causa do fato de a cana ter passado à condição de matéria-prima para a produção de açúcar e de álcool. As modernas tecnologias de fabricação de carros Flex e o aumento do consumo mundial de álcool têm contribuído para criar incertezas sobre o tamanho que cada um desses mercados deverá ocupar no futuro, em função das demandas globais por fontes de energia mais limpas e sustentáveis. Esse conjunto de alternativas industriais que se apresentam para o mercado de álcool contribui, de certa forma, para “contaminar” o mercado futuro com informações contraditórias sobre a oferta e a demanda de açúcar, que passam a ter fundamental influência na definição dos preços finais do açúcar.

O comportamento do mercado futuro de açúcar da ICE em Nova York tem se apresentado, durante os últimos 3 anos, bastante “misto”, termo pelo qual se costuma identificar os mercados de commodities cujos fundamentos não

estão conformes com os padrões tradicionais dos mercados futuros.

Diferentemente de commodities como soja, algodão e café, nas quais a participação dos agentes especuladores na formação dos preços futuros é bem evidente, o mercado futuro de açúcar não apresenta, durante o período de 2006 a 2009, nenhuma participação radicalmente diferente entre os agentes. As Figuras 5 e 6 identificam três períodos dos quais se pode extrair alguma informação sobre o tamanho da participação especulativa que os *Commodity Index Traders* e *non-commercial spread traders* tiveram ao longo do período analisado, assim como é possível identificar o comportamento seguido pelos *commercial traders* ou *hedgers* no mesmo período.

O primeiro período compreende o ano de 2006. Nesse período, os especuladores mantiveram, em geral, posições *net long* (compradas), controlando entre 50% e 65% dos contratos futuros. Esse período foi caracterizado por uma tendência negativa dos preços, que caíram de US\$ 19 cents/lb para US\$ 10 cents/lb.

O segundo período pode ser identificado no ano de 2007, no qual os *commercial traders* ou *hedgers* voltam a assumir uma participação mais ativa quanto ao volume de contratos em aberto, chegando, em meados de 2007, a manter

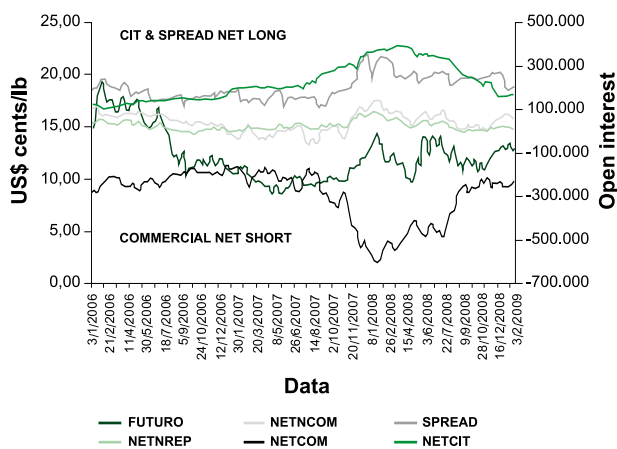


Figura 5. Posições *net long* e *net short* no mercado futuro de açúcar, no período 2006–2009.

Fonte: CFTC (2009).

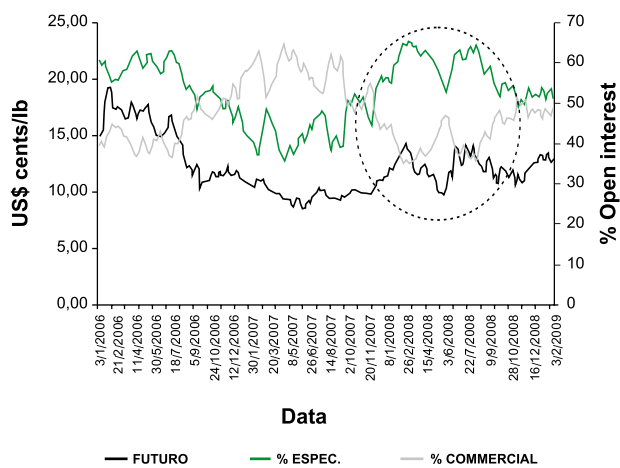


Figura 6. Percentual de contratos abertos mantidos pelos especuladores, no período 2006–2009.

Fonte: CFTC (2009).

cerca de 65% do total, enquanto os especuladores caem para 35%. Os preços, por sua vez, caíram ainda mais nesse período, atingindo patamares raramente vistos nos últimos anos: US\$ 8 cents/lb.

Finalmente, o ano de 2008 pode ser considerado como o terceiro período, no qual se observa uma completa inversão no percentual de contratos em aberto mantidos pelos *Commodity Index Traders* e pelos *non-commercial spread traders*, ao passar de 45%, em outubro de 2007, para cerca de 65%, em setembro de 2008, mas caindo, posteriormente, para 50% do total. Os *commercial traders* ou *hedgers*, entretanto, que em maio de 2007 controlavam cerca de 60% do total de contratos futuros, caem para 35% em julho de 2008, mas se recuperam posteriormente, mantendo hoje cerca de 48% do total de contratos em aberto.

Os preços futuros do açúcar, diferentemente dos preços do algodão, da soja e do café, apresentaram um comportamento pouco definido quanto ao tipo de tendência seguida ao longo do período analisado. A participação dos diferentes agentes parece não ter contribuído para definir tendências no mercado de açúcar. Sem muita interferência externa, os preços variaram de US\$ 18 cents/lb, em fevereiro de 2006,

para US\$ 8 cents/lb, em junho de 2007, mas mostrando uma ligeira alta a partir de janeiro de 2008.

Esse comportamento dos preços de açúcar pode ser explicado, em parte, pela própria natureza que envolve o mercado de commodities. As políticas que incentivam o uso de energia limpa, a partir da cana, contribuem para gerar um clima de incerteza sobre os rumos que o setor açucareiro seguirá, criando incertezas quanto ao tamanho da safra anualmente industrializada para a produção de açúcar e álcool. Já produtos como café e cacau, que têm uma safra anual bem definida, são altamente privilegiados para aplicações especulativas.

Café

O café, por ter características muito especiais (como ser um produto de amplo consumo internacional, ser produzido em muitos países com características climáticas tropicais e especialmente por sempre ter uma safra anual bem definida, no que se refere à quantidade de toneladas disponíveis para o mercado), tem sido, historicamente, alvo de fortes períodos de intensa especulação. O período de 2006 a 2009, sem ser diferente, apresenta uma significativa participação dos agentes especuladores, influenciando o preço futuro do café.

Observa-se, na Figura 7, como o preço futuro do café acompanha de forma muito próxima a intensa transação de posições *net long* (compradas) mantidas por parte dos Commodity Index Traders e pelos *non-commercial spread traders*, ao longo de todo o período analisado.

Os *non-commercial traders* e os *small traders*, mesmo mantendo posições *long*, não têm, em geral, uma influência muito ativa na definição do preço do café. Os *commercial traders* ou *hedgers*, seguindo o comportamento observado no algodão, no açúcar e na soja, mantêm posições *short* (vendidas) durante todo o período.

As cotações de café, depois de ter atingido a marca dos US\$ 160 cents/lb, em fevereiro de 2008, mostram uma tendência negativa, acompanhando de perto a liquidação das posições

long mantidas pelos especuladores para a realização de lucros. Os *commercial traders* ou *hedgers*, por sua vez, assumem uma tendência de aumento nas posições *net short* (vendida) que contrastam com a forte participação *net long* (comprada) dos especuladores.

É importante destacar, ainda na Figura 7, a expressiva participação dos *non-commercial spread traders* no mercado futuro de café, ao tomarem controle praticamente de uma grande parcela das operações *net long* do mercado, que apresentam uma forte correlação com a tendência seguida pelos preços futuros. A Figura 8 evidencia, de forma mais clara, a análise anterior, ao mostrar a forte correlação entre a formação dos preços futuros de café, no período de 2006 a 2009, e a participação percentual de contratos futuros mantida pelos especuladores. O ano de 2008, como no caso do algodão, do açúcar e da soja, não foi diferente quanto ao comportamento da tendência dos preços em relação à influência da participação percentual dos especuladores.

O percentual de contratos em aberto mantidos pelos especuladores em café foi relativamente muito alto ao variar, durante quase todo o ano, entre 50% e 79%, guardando, assim, uma correlação muito próxima com os preços futuros no mercado da ICE de Nova York, durante o período de fevereiro de 2008 a março de 2009.

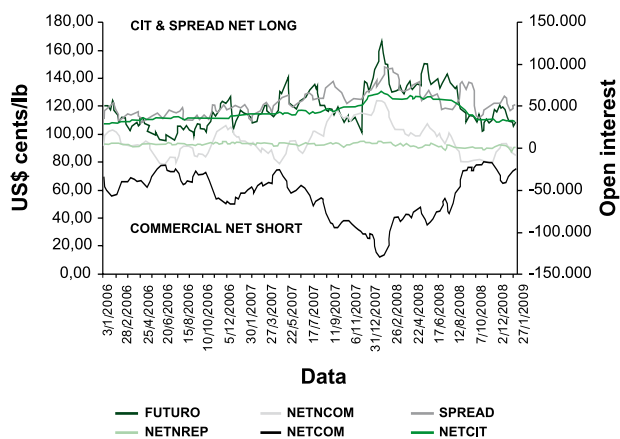


Figura 7. Posições *net long* e *net short* no mercado futuro de café, no período 2006–2009.

Fonte: CFTC (2009).

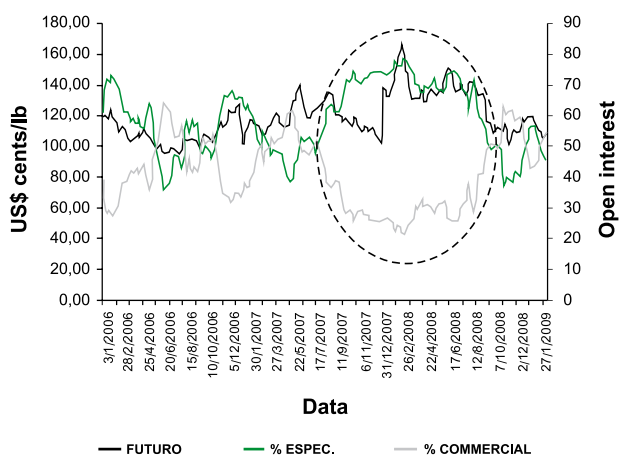


Figura 8. Percentual de contratos abertos mantidos pelos especuladores, no período 2006–2009.
Fonte: CFTC (2009).

A análise anterior, que relaciona as posições *net long* mantidas pelos fundos de investimento, as quais determinam o nível de atividade especulativa nos mercados futuros e as posições *net short* dos *hedgers*, teria pouca relevância econômica caso não fosse correlacionada ao comportamento dos preços internacionais de café. A inversão das posições dos especuladores e dos *hedgers*, entre julho de 2007 e outubro de 2008, demonstra, por sua vez, como as forças do mercado operam para definir um padrão sazonal para os preços internacionais do café, que variam entre US\$ 160 cent/lb e US\$ 100 cents/lb. Entre os produtos de origem tropical, o café pode ser considerado como a commodity mais representativa de uma agricultura de subsistência para milhares de produtores, e que assume, ao mesmo tempo, um caráter estratégico na elaboração e na implementação de políticas de planejamento e desenvolvimento econômico.

Conclusões

Os resultados da análise do comportamento dos preços internacionais de algodão, açúcar, café e soja nos mercados futuros de Chicago e Nova York demonstram que grande parte das oscilações ocorridas nos preços, durante o período de 2006 a 2009, decorreu da significativa

presença dos fundos de investimento representados pelos Commodity Index Traders, assim como pela participação significativa dos *non-commercial spread traders*.

Embora os especuladores sejam considerados agentes importantes no *risk management* e no processo de *price discovery*, assim como na geração de liquidez para a existência dos mercados futuros, pouco se discute sobre o impacto que a atividade especulativa tem na determinação do preço final das commodities agrícolas.

O alto percentual de contratos em abertos (*open interest*) mantidos pelos Commodity Index Traders e pelos *non-commercial spread trader* contribui para distorcer completamente o mercado, ao introduzir uma forte volatilidade nos preços, uma vez que os especuladores estão mais interessados em comprar e vender contratos do que em manter estoques das commodities. Ao criarem e institucionalizarem uma “demanda financeira” por commodities agrícolas, os especuladores passaram a alterar as relações de mercado, no qual a oferta e a demanda são os determinantes naturais das ações dos produtores e consumidores na formação dos preços do produto final.

A diversificação atual no portfólio dos fundos de investimento e o acesso a um grande número de mercados, em função das inovações tecnológicas no campo das comunicações e do novo paradigma da globalização da economia mundial, dão margem à ampliação das aplicações financeiras, em termos espaciais e temporais. A presença e a participação especulativa, no mercado de futuros, desses agentes passa quase despercebida na análise técnica sobre os fundamentos que influenciam a formação dos preços internacionais das commodities. Dessa forma, os fundos de investimento deixam de ser “parceiros” permanentes, passando apenas a “usar” o mercado futuro de algodão, açúcar, café e soja no momento em que os indicadores econômicos e as tendências dos preços sinalizem uma alternativa de aplicação mais rentável.

A análise do nível de participação especulativa realizada pelos fundos de investimento,

por intermédio de sua carteira de Commodity Indexes, assim como pelos *non-commercial spread traders*, durante o período de janeiro de 2006 a março de 2009, no mercado futuro de soja da CBOT em Chicago, e de algodão, açúcar e café da ICE em Nova York, revelou as elevadas margens de retorno e a enorme rentabilidade que as aplicações em commodities agrícolas passaram a propiciar para os agentes especuladores, como alternativa ao colapso dos lucros obtidos nas aplicações financeiras de Wall Street.

Os resultados demonstraram a forte presença de atividade especulativa nos mercados futuros de algodão, açúcar, café e soja, contrariando, assim, as informações da mídia que minimizam a participação de qualquer tipo de especulação no mercado de commodities agrícolas. Usar os tradicionais fundamentos de oferta e demanda para justificar essa situação ou culpar a China pelas alterações do mercado representa uma argumentação ingênua por parte de importantes economistas, que ainda sustentam e aprovam a participação dos especuladores como necessária para a geração de liquidez nos mercados futuros, em detrimento da garantia de bem-estar social nos países produtores.

Atenção especial deve ser dada ao impacto da ação dos especuladores na formação dos preços internacionais de commodities agrícolas, como açúcar, algodão, café e soja, haja vista a alta participação que a produção e a exportação desses produtos representam para um grande número de países. A instabilidade incorporada na formação dos preços diários, pela atividade especulativa dos fundos de investimento nos mercados futuros dos Estados Unidos, contribui somente para aumentar a incerteza em relação ao bem-estar dos produtores e ao futuro das economias dos países em desenvolvimento.

Estando as economias dos países produtores de commodities agrícolas expostas às violentas variações nos preços internacionais, motivadas pela atividade especulativa dos fundos de investimento, programas compensatórios, dirigidos a estimular as exportações de outros produtos de importância econômica, deveriam ser incentivados, visando a melhorar a geração de renda e de emprego.

Referências

- ABELL, H. **Spread trading: low-risk strategies for profiting from market relationships**. [Maryland]: Marketplace Books, 2003. 197 p.
- AMIN, M. M. **The role of speculative activity in determining international cocoa prices in the New York Market**. Cambridge: Woodhead: CIRAD-ASKINDO, 1995.
- CBOT. Chicago Board of Trade. Disponível em: <<http://www.cmegroup.com/>>. Acesso em: 15 nov. 2008.
- CFTC. Commodities Futures Trading Commission. **Commitments of traders**. Disponível em: <<http://www.cftc.gov/marketreports/commitmentsoftraders/index.htm>>. Acesso em: 22 fev. 2009.
- FAO. Food and Agriculture Organization of the United Nations. **Food outlook**. Disponível em: <<http://www.fao.org/>>. Acesso em: 15 nov. 2008.
- HULL, J. **Introdução aos mercados futuros e de opções**. 2. ed. São Paulo: BM&F, 1996. 448 p.
- ICE. Intercontinental Exchange. Disponível em: <<https://www.theice.com/homepage.jhtml>>. Acesso em: 15 nov. 2008.
- PRYOR, M. **The financial spread betting handbook: a guide to making money trading spread bets**. Hampshire: Harriman House, 2007. 295 p.
- SCHAP, K. **The complete guide to spread trading**. [S.l.]: McGraw-Hill, 2005. 320 p.
- SCHWAGER, J. D. **A complete guide to the futures markets: fundamental analysis, technical analysis, trading, spreads, and options**. New York: John Wiley & Sons, 1984. 760 p.
- TEIXEIRA, M. A. **Mercados futuros: fundamentos e características operacionais**. São Paulo: BM&F, 1992. 53 p.