

# Especulação dos fundos no mercado de cacau no período de 2006 a 2010<sup>1</sup>

Antonio Cesar Costa Zugaib<sup>2</sup>

**Resumo** – O mercado internacional de commodities agrícolas é um exemplo de mercado caracterizado por um amplo processo especulativo. Grande parte desse processo é realizado pelos fundos de investimento, cuja participação nos mercados futuros, sob a carteira de Commodity Index Funds, visa a lucros em curto prazo. Usando-se as informações disponíveis em Commodity Futures Trading Commission (CFTC) e em Commodity Index Traders (CIT), além dos preços futuros nos mercados da Intercontinental Exchange de Nova York (Nybot), este estudo pretende identificar a participação e o nível de influência dos fundos de investimento na formação dos preços internacionais de cacau, no período de janeiro de 2006 a agosto de 2010. Os resultados indicam que os agentes especuladores têm exercido uma significativa influência na formação dos preços futuros do cacau. O percentual de contratos em aberto mantidos pelos especuladores em cacau foi relativamente alto, ao variar, durante quase todo o período, de 40,80% a 77,50%, guardando, assim, uma correlação muito próxima com os preços futuros da commodity no mercado da Nybot, que contribui para criar distorções nos preços internacionais da commodity, ao criar uma demanda fictícia no mercado internacional, a qual, por sua vez, altera a estrutura do mercado com relação aos tradicionais fundamentos de oferta e demanda.

**Palavras-chave:** especuladores, fundos de investimento, *hedgers*, mercado de cacau, mercado futuro.

## Speculative activity of investment fund in the futures market of cacao from January 2006 to August 2010

**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. Using the information available from the Commodity Futures Trading Commission (CFTC), the Commodity Index Traders (CIT) and the data on futures market prices from the Intercontinental Exchange of New York (Nybot), the study has the objective of identifying the behavior and level of influence of the Investment Funds in the formation of the international prices of cocoa during the period of January of 2006 to august of 2010. The results indicated that the specu-

<sup>1</sup> Original recebido em 3/1/2011 e aprovado em 7/1/2011.

<sup>2</sup> Especialista em Comércio Exterior, pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) e pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), M. Sc. em Economia Rural, pela Universidade Federal de Viçosa (UFV), técnico em planejamento da Comissão Executiva de Planejamento da Lavoura Cacaueira (Ceplac), professor da Universidade Estadual Santa Cruz (Uesc). E-mail: zugaib@cepec.gov.br

lators have exercised a significant influence in the formation of the agricultural commodities future prices of cocoa. The percentage of contracts in opened kept by the speculators in cacao was relatively high when varying, during almost all the period, between 40,80% and 77,50%, keeping, thus, a correlation very next with the future prices of cacao in the market to ICE of New York, during the period of January of 2006 the August of 2010, contributing to create distortions in the international prices of commodities, when creating a “fictitious demand” in the international market, modifying the structure of the market with regard to the traditional beddings of it offers and demand.

**Keywords:** speculators, investment fund, hedgers, cacao market, markets futures.

## Introdução

Os preços do cacau em amêndoas cotados nas Bolsas de Londres e de Nova York têm experimentado um aumento significativo nos últimos anos. Chegaram a ser cotados, na safra 2008–2009, a US\$ 3.488/t em 16/12/2009, ficando os preços médios em US\$ 2.599/t, preços esses só vistos nos anos de 1977 e 1978. No relatório da Food and Agriculture Organization of the United Nations (FAO), já se previa que, em virtude dos aumentos nos preços das commodities básicas até julho de 2008, o valor das importações deveria chegar próximo a US\$ 1 trilhão até o final de 2008 (FAO, 2008). Esses aumentos sempre foram explicados pelos fatores fundamentais, mas, recentemente, os fundos de investimento têm atuado no mercado futuro de commodities agrícolas, inclusive no de cacau em amêndoas.

Herreros et al. (2010) consideram que 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. No caso do cacau, a polêmica também se sustenta em três argumentos. O primeiro baseia-se na adequação mundial de oferta/demanda de alimentos, causada pelo aumento da demanda por cacau por parte de economias emergentes – principalmente o Brasil, cujo consumo de cacau saltou de 114,7 mil toneladas em 2000–2001, para 161,2 mil toneladas em 2008–2009. Outro fator que tem estimulado a demanda é o aumento do teor de cacau na elaboração do chocolate, chegando algumas empresas a usar até 85% de cacau. O segundo associa o aumento dos pre-

ços à queda na produção, queda essa decorrente das intensas mudanças climáticas que têm afetado o mundo nos últimos 5 anos, e ao envelhecimento das plantações de cacau, principalmente na África. O terceiro procura justificativa na volatilidade dos preços de cacau, como consequência das incertezas impostas pela situação político-econômica das atuais relações internacionais, a exemplo da guerra pelo poder na Costa do Marfim.

Todos esses argumentos servem para entender ou explicar, parcialmente, os motivos que induziram a explosão de preços do cacau nos últimos anos. Existem, entretanto, importantes atores no mercado de ativos financeiros que, conquanto tenham praticamente passado despercebidos pela mídia, desempenham papel importante na determinação dos preços do cacau no mercado internacional. 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, inclusive o do cacau.

Herreros et al. (2010) entendem que, entre as múltiplas e insondáveis condições motivadoras que existem no cenário internacional, apenas três podem ser consideradas como relevantes para explicar os recentes aumentos nos preços das commodities agrícolas, entre eles o cacau, importante produto nas exportações do agronegócio brasileiro. São elas: a) a desvalorização “consentida” do dólar; b) o significativo aumento nas transações de futuros não reguladas, realizadas nos mercados eletrônicos cha-

modos de Over-the-Counter (OTC), em substituição à utilização dos mercados regulados de commodities; e c) os *commodity index traders* (CIT), cuja atuação no mercado futuro, nas mais diversas commodities, vem sendo investigada desde 2006, pelo Congresso Americano.

Segundo Herreros et al. (2010), grande porcentagem dos preços futuros das commodities é resultado das atividades de troca de contratos futuros, entre um seleto grupo de fundos de investimento.

A discussão sobre a influência da participação dos agentes especuladores na determinação dos preços internacionais das diversas commodities assumiu dimensão global, tendo envolvido diversas instituições internacionais, obrigando, então, a Commodities Futures Trading Commission (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). Mascarou-se, assim, de forma escandalosa, a significativa participação dos especuladores na definição dos preços internacionais das commodities agrícolas, inclusive o do cacau em amêndoas.

Sob pressão, principalmente da FAO, 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, produtos da pecuária e cacau.

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, este estudo visa identificar a participação, a posição e o nível de influência dos fundos de investimento na formação do preço internacional do cacau.

## Material e métodos

### Dados

Para atender ao objetivo deste estudo, foram usadas três fontes de informação. A primeira foi a Bolsa de Mercadorias de Futuros de Nova York (Nybot), da qual foram coletados preços no portal da Secretaria de Agricultura, Irrigação e Reforma Agrária (Seagri, Bahia). A escolha da Nybot, motivada também pelo estudo de Amim (1995), decorreu de ser essa instituição o centro de convergência das informações e uma importante formadora de preços do cacau, indicando, portanto, uma relação predominantemente unidirecional – cumpre lembrar que os preços rumam da Bolsa de Nova Iorque para as demais regiões. A segunda foi a Organização Internacional do Cacau (OICC), cujas informações nos permitiram formar uma ideia da situação do mercado de cacau. A terceira foram as informações referentes ao volume de *hedging* e, mais importante ainda, ao volume especulativo negociado de cacau na Bolsa de Mercadorias de Futuros de Nova York – tais informações foram obtidas dos relatórios emitidos, todas as terças-feiras, pela CFTC (2010). Os relatórios, chamados de *Commitments of Traders in Futures (COT)*, forneceram informações sobre: a) o número de contratos em aberto (*open interest*); b) as posições mantidas pelos *non-commercial traders*, pelos *non-commercial spread traders* e pelos *commercial traders*; e c) o grupo de *small traders*.

A metodologia adotada foi a mesma utilizada por Herreros et al. (2010). 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, somado 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 do cacau em amêndoas, no período de janeiro de 2006 a agosto de 2010.

## 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 o de *non-commercial spread traders* são integrados, 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 as manchetes na mídia internacional, nos últimos anos, acusados como responsáveis pelo colapso das economias da Ásia, em 1997, e pela intervenção especulativa 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 35 membros. A sua participação nos mercados futuros é regulada principalmente pela legislação dos Estados Unidos, que contribui, assim, para reduzir os abusos nas aplicações.

Os *small traders*, ao contrário dos *non-commercial traders*, não precisam declarar suas posições, uma vez que, sendo considerados pequenos especuladores, sua participação não tem grande influência na determinação dos preços. O segundo grupo de *traders*, classificado como *commercial traders*, usa contratos futuros para realizar *hedging*, visando proteger-se de riscos ou prejuízos. Do mesmo modo que os *large speculators*, eles são obrigados, pelas normas do CFTC, a declarar as posições assumidas.

Ao tratar desse tema, Teixeira (1992, p. 23) informa

[...] 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 (2010), 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 assume 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*.

### Aspectos do mercado futuro de cacau

Amin (2002) considera o cacau, entre todas as commodities negociadas, o produto que apresenta o maior índice de instabilidade na formação dos preços internacionais, em decorrência do processo especulativo, inerente ao próprio funcionamento dos mercados futuros. Coppock (1960?), citado por Schutjer e Ayo (1967), ao analisar o mercado de commodities selecionadas, identificou o cacau como o produto que apresenta o mais alto índice de instabilidade nos preços de exportação: 49,4%. Outros produtos, como a borracha, o café e o açúcar, apresentaram índices de 46,2%, 25,3% e 25,0%, respectivamente.

Ainda citando Amin (2004, p. 3), ao estudar a “ação especulativa dos fundos na determinação dos preços internacionais das commodities”, constatou que a determinação do preço do cacau é atingida diretamente pela ação dos especuladores, ocasionando, segundo esse estudo, uma relação entre o volume de contratos trocados e a instabilidade de preços do cacau. Amin (2004, p. 4), citado por Stern (1971, p. 5), mostra que a ação especulativa pode ter derivado do mercado de futuros de moedas, cujos participantes, tentando fugir do processo inflacionário, encontraram, no mercado de futuros das commodities, um meio de alavancar seus investimentos. Essa iniciativa agrava, porém, os problemas de distorção de preços no mercado de futuros de commodity, influenciando a volatilidade nos preços.

Monte e Amin (2006) estimaram o modelo Garch (1,1) para estudar a dinâmica da volatilidade na série de retorno do cacau cotado na Bolsa de Nova York (CSCE). Constataram que, em curto prazo, há riscos persistentes no retorno do

cacau, indicando que os choques da variância condicional (parâmetro que mede a persistência da volatilidade) demoram a desaparecer do mercado. E concluíram que o retorno de preço do cacau de um período poderá ser positivamente ou negativamente correlacionado aos retornos do período anterior, marcando a dinâmica da volatilidade ou do risco na série de retorno do cacau, no período de 3/1/1989 a 30/12/2005. Aqueles autores mostraram a presença de caudas curtas na distribuição dos resíduos, ou seja, de alta variabilidade nos resíduos de um período para o outro. E também capturaram o grau de risco de negociar um contrato de futuros dessa commodity. As constantes flutuações de preços e de volume de produção no mercado à vista do cacau são transportadas para o mercado de futuros, atingindo, assim, as negociações do produto. O reflexo dessa realidade é a volatilidade dos retornos do cacau, já que um período de turbulência no mercado, com a entrada e a saída de boas ou más notícias, tende a estressar os agentes que negociam essa commodity.

A formação de preço do cacau no mercado internacional tem sofrido, ao longo dos anos, influência das condições de oferta e demanda do produto no mercado físico. Os agentes econômicos atuantes nesse mercado – como produtores, comerciantes locais, exportadores, comerciantes internacionais e transformadores – expõem-se constantemente a riscos de preços, procedentes, quase sempre, do excesso de demanda do cacau sobre a produção disponível.

Menezes (1987, p. 19), em seu estudo *Estabilização de preços do cacau via estoque regulador*, adotou, como hipótese de desregulamentação dos preços do cacau, a constante queda na produção dos principais países produtores de cacau. As oscilações na oferta do produto entre os países produtores – Costa do Marfim, Nigéria, Camarão, Gana e Brasil, entre outros – desestabilizam os preços no mercado internacional. Menezes (1987, p. 29-30), exemplificando alguns casos de oscilação na oferta dos principais países produtores, informa que, no período de 1961 a 1982, a produção mundial de cacau cresceu à taxa de 1,7% ao

ano, tendo o Brasil e a Costa do Marfim como responsáveis por essa ascensão. Já no período de 1972 a 1982, a Costa do Marfim alcançou recordes, tendo o seu crescimento apresentado uma taxa de 8,9% ao ano, e sua produção aumentado de 230 mil toneladas no período de 1976 a 1977, para 465 mil toneladas no período de 1981 a 1982, e para 570 mil toneladas no período de 1985 a 1986.

Em estudos mais recentes sobre o mercado do cacau, Zugaib et al. (2004) analisaram as flutuações da produção mundial em relação à produtividade anual de cada país produtor. Nos anos 1990, a produção mundial de cacau foi ascendente, tendo aumentado de 2.486 mil toneladas para 3.452 mil toneladas no período compreendido entre 1993–1994 e 2003–2004. Esse crescimento deveu-se à produção da Costa do Marfim, que passou de uma produção anual de 840 mil toneladas de cacau para a de 1.405 mil toneladas, vindo, assim, a ocupar a primeira posição no ranking dos países produtores de cacau. Nesse período, a Costa do Marfim já participava, sozinha, com 56% da produção do cacau produzido no continente africano, e com 41% da produção de cacau do mundo; em seguida, vem o continente asiático, junto com a Oceania, com uma participação de 15%, e das Américas, com uma participação de 13%.

Zugaib et al. (2007) estudaram a relação entre a mudança de preços de cacau no mercado internacional e a mudança de estoque/moagens (*ratio*). Para o período completo, compreendido entre 1976–1977 e 2005–2006, verificou-se uma boa relação entre os preços de cacau e o *ratio*. Um aumento de 10% no *ratio* correspondeu a uma queda de 16,3% nos preços do cacau comercializado. Quando se inclui a tendência do tempo, a queda nos preços foi de 9,8%, ou seja, ocorreu praticamente uma paridade. Estudos obtidos pela Organização Internacional do Cacau mostram uma relação parecida: um aumento no *ratio* de 10% provoca uma queda nos preços internacionais de cacau em amêndoas de 8,5%.

Segundo Monte e Amin, 2006, a distorção entre a oferta e a demanda mundial do cacau

decorre, principalmente, do caráter cíclico que marca esse mercado, ou seja, da produção líquida de cacau, que tende a crescer menos que a sua demanda, sendo, portanto, constando como estimativa ou previsão, uma produção líquida mundial de 3.183 mil toneladas, enquanto o consumo mundial estaria em torno de 3.233 mil toneladas. O relatório quadrimestral da OICC em 2009–2010 (COCOA..., 2010) confirma esses dados quando faz estimativas para a produção de 3.596 mil toneladas, enquanto o consumo foi de cerca de 3.629 mil toneladas.

Por seu turno, Zugaib et al. (2004), em estudo sobre o mercado do cacau, analisaram o volume de contratos fechados e os contratos em aberto, cotados ao mês, no período de 3/1/2005 a 12/5/2005. Nesse estudo, os autores constataram que o número de contratos em aberto para março, a partir de 10 de janeiro, iniciou sua cotação em queda vertiginosa. Porém, quando se associam os preços dos contratos cotados na CSCE com o volume de contratos em aberto (*open interest*), nesse mesmo período, Zugaib et al. (2004) concluem que:

Se o número de contratos em abertos (*open interest*) está caindo e os preços no mesmo período estão subindo, isto indica cobertura de posições vendidas (*short-covering*) e um mercado tecnicamente fraco.

Isso ocorre porque o volume de contratos também se mostra em quantidade insignificante.

Aqueles autores verificaram ainda que o total de contratos em aberto, para todos os meses de vencimento, durante o período proposto pelos autores, iniciou com um aumento justamente quando houve uma redução na quantidade de contratos em aberto, significando, então, uma troca de posições, ou seja, os operadores liquidaram suas posições, de março de 2005, de contratos em aberto, para abrirem uma nova posição nos meses subsequentes.

A relação entre os contratos em aberto (*open interest*) e a formação dos preços do cacau no mercado de futuros é diretamente proporcional. Se o volume de contratos em aberto

diminuir e os preços cotados a futuros caírem, o mercado de futuro de cacau estará tecnicamente forte. Isso significa que, à medida que o volume de contratos em aberto diminuir, as compensações e as liquidações dos agentes que já estiverem no mercado crescerão, tornando os operadores mais agressivos no mercado, por meio da realização de operações de coberturas.

A atuação dos agentes econômicos no mercado de futuros do cacau não se resume à dos produtores de cacau, à dos processadores e à dos compradores de matérias-primas; abrange também a participação dos especuladores na formação de preços futuros do cacau. O próprio Comitê Ejecutivo del Londres Cacau (CECL) (2001, p. 3-5) faz referência à participação de tais especuladores no mercado de futuros do cacau. E é essa participação que pode desequilibrar os elos da cadeia produtiva do cacau (produtores, processadores, consumidores), pois seus participantes adotam posições longas ou curtas nas negociações dos contratos futuros com a expectativa de o preço do cacau aumentar ou diminuir no mercado.

A atividade especulativa no mercado de futuros do cacau pode facilitar a sua liquidez, permitindo que os seus operadores no mercado físico compensem os riscos de preços. Cabe ressaltar que os especuladores influenciam as oscilações de preços desse produto no mercado internacional, tanto físico quanto de futuros, uma vez que esses mercados são integrados, ou seja, o mercado físico torna disponível a mercadoria para ser vendida no mercado de futuro, onde qualquer notícia boa ou má sobre a produção do cacau, nos países produtores, influenciará a formação de preços do cacau no mercado de futuros.

Amin (2004, p. 5) atribui às atividades especulativas no mercado de futuros do cacau as distorções de preços dessas commodities. Para o autor, os especuladores são mais ativos do que os *hedges*, as pessoas físicas, as corretoras, as empresas, as instituições filantrópicas e as instituições educativas que fazem parte desse grupo. A instabilidade incorporada na formação dos preços internacionais de cacau decorre da alta

participação que a produção do cacau representa para os países produtores; e os agentes especulativos contribuem para aumentar a incerteza dos agentes do elo da cadeia produtiva do cacau em relação aos preços futuros do cacau.

## Resultados e discussão

Os tradicionais fundamentos estruturais do mercado têm prevalecido nas discussões como a causa principal do aumento nas cotações internacionais das commodities. Pelo menos até este momento, pois essa argumentação é parcialmente verdadeira porque despreza a participação de importantes agentes que negociam posições de futuros nas bolsas de Londres e Nova York, os quais contribuem significativamente para a determinação dos preços internacionais das commodities agrícolas, entre elas, o cacau.

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 (2010), participam intensamente da formação dos preços das commodities agrícolas, entre elas, o cacau. Na primeira parte, é feita uma análise do ranking da participação percentual nos contratos abertos (*open interest*) que os *commodity index traders* e os *non-commercial spread traders* mantiveram, durante o período de janeiro de 2006 a agosto de 2010, na commodity cacau. Na segunda parte, é feita uma análise detalhada da participação de todos os agentes que formam parte do mercado futuro de 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 (2010) 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 Ta-

bela 1, apresentam-se as semanas em que o percentual de contratos futuros em aberto mantidos pelos *commodity index traders* e *non-commercial spread traders* atingiu os maiores níveis no período de janeiro de 2006 a agosto de 2010.

As estatísticas da participação percentual mantida pelos *commodity index trader* em contratos abertos, ao longo do período analisado, surpreende por seu significativo peso na formação diária das cotações internacionais e pelo gosto que os especuladores tomaram pela commodity cacau, que partiu de 9,23%, em média, em 2006, para 18,26%, em média, até agosto de 2010. No período total, a participação percentual dos especuladores (CIT) na formação diária do cacau foi de 13,33%. Herreros et al. (2010) calcularam essa mesma participação percentual, de 2006 a 2009, para açúcar, algodão, café e soja. Os percentuais para esses produtos foram, em média, maiores: 38,70% para algodão, 31,31% para açúcar, 30,97% para café e 28,28% para soja. 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 a atingir quase 40%. Outra importante informação, que pode ser obtida das estatísticas da CFTC, é a concentração temporal ou sazonal da participação dos especuladores. Para o 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.

Ainda segundo Herreros et al. (2010), a soja alcançou, no ano de 2006, o maior índice de participação de especuladores, enquanto o açúcar e o algodão tiveram uma participação menor. O algodão é a commodity que mais agrada aos especuladores, considerando que, em 2 de maio de 2006, o percentual de contratos em aberto, nas mãos dos *commodity index traders*, chegou a atingir aproximadamente 40%. Outra importante informação que pode ser obtida das estatísticas da CFTC é a concentração temporal ou sazonal da participação dos especuladores. Para o 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 menor.

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 para o cacau, o qual variou, em média, de 7,92% em 2006, a 17,52% até agosto de 2010. Esse mesmo grupo, no trabalho de Herreros et al. (2010), variou, em média, de 28,60% para o café a 19,08% para o 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* na commodity cacau. O percentual dos dois grupos de especuladores alcançou, em 26/1/2010, o valor de 40,43%. Comparando com o trabalho de Herreros et al. (2010) sobre as commodities açúcar, algodão, café e soja, observa-se que o algodão, em 24 de fevereiro de 2009, alcançou o percentual dos dois grupos de especuladores, ou seja, 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, que

**Tabela 1.** Ranking da participação percentual dos *commodity index traders* e dos *non-commercial spread traders* para o cacau, no período de 2006 a agosto de 2010.

2006					2007				
Data	OI	% CIT	% Spread	CIT + Spread	Data	OI	% CIT	% Spread	CIT + Spread
3/1/2006	144.922	6,10	7,37	13,47	3/1/2007	162.595	7,79	8,72	16,51
10/1/2006	145.169	6,21	8,24	14,46	9/1/2007	158.797	8,15	7,08	15,23
17/1/2006	144.680	6,41	8,58	14,99	16/1/2007	154.572	8,08	7,66	15,74
24/1/2006	145.357	6,61	9,06	15,67	23/1/2007	152.872	8,70	7,79	16,50
31/1/2006	147.572	6,98	9,83	16,81	30/1/2007	149.852	9,00	8,04	17,04
7/2/2006	146.022	7,34	6,53	13,87	6/2/2007	150.971	8,27	6,97	15,23
14/2/2006	132.326	8,11	7,04	15,15	13/2/2007	150.823	8,11	6,03	14,15
21/2/2006	136.007	8,21	7,83	16,04	20/2/2007	170.394	7,47	10,41	17,88
28/2/2006	138.361	8,44	7,54	15,99	27/2/2007	171.374	7,36	11,86	19,22
7/3/2006	140.350	8,89	6,51	15,41	6/3/2007	178.041	9,71	12,54	22,25
14/3/2006	141.306	8,64	7,06	15,70	13/3/2007	182.728	9,52	12,73	22,25
21/3/2006	141.719	8,41	7,69	16,11	20/3/2007	187.281	9,33	14,32	23,65
28/3/2006	138.168	9,04	7,59	16,63	27/3/2007	194.640	8,98	15,31	24,29
4/4/2006	140.433	8,90	8,95	17,85	3/4/2007	185.697	8,72	16,71	25,43
11/4/2006	135.386	9,56	7,06	16,62	10/4/2007	173.714	9,04	12,38	21,43
18/4/2006	141.409	9,45	7,82	17,27	17/4/2007	165.529	9,44	11,36	20,80
25/4/2006	142.505	9,40	8,38	17,78	24/4/2007	158.873	9,92	12,29	22,21
2/5/2006	141.300	9,70	8,36	18,06	1/5/2007	160.187	10,03	14,49	24,51
9/5/2006	137.961	9,95	6,93	16,89	8/5/2007	161.321	10,65	15,04	25,69
16/5/2006	140.536	9,87	8,11	17,97	15/5/2007	167.347	10,28	14,39	24,67
23/5/2006	143.112	9,70	8,14	17,84	22/5/2007	169.463	10,05	14,86	24,90
30/5/2006	150.769	9,38	8,76	18,14	29/5/2007	169.651	9,99	14,69	24,68
6/6/2006	153.748	9,50	7,05	16,55	5/6/2007	161.221	10,22	13,54	23,75
13/6/2006	155.287	9,43	7,71	17,15	12/6/2007	153.458	10,34	13,27	23,61
20/6/2006	142.912	10,44	7,10	17,54	19/6/2007	153.631	10,62	9,66	20,28
27/6/2006	140.852	10,51	7,19	17,69	26/6/2007	166.098	10,01	9,76	19,77
3/7/2006	145.277	9,83	8,33	18,16	3/7/2007	180.839	9,32	10,09	19,41
11/7/2006	174.984	7,78	9,84	17,62	10/7/2007	183.073	9,21	10,19	19,40
18/7/2006	172.248	8,67	12,22	20,89	17/7/2007	181.451	9,40	9,95	19,36
25/7/2006	159.118	10,26	12,07	22,33	24/7/2007	182.664	9,44	10,98	20,42
1/8/2006	156.689	11,07	10,59	21,66	31/7/2007	170.943	10,05	12,17	22,22
8/8/2006	150.100	10,86	7,57	18,42	7/8/2007	153.898	12,06	11,06	23,13
15/8/2006	141.506	11,28	7,14	18,41	14/8/2007	145.705	12,20	8,98	21,18
22/8/2006	138.472	11,74	7,54	19,28	21/8/2007	143.323	12,30	10,44	22,74
29/8/2006	139.048	11,78	7,47	19,25	28/8/2007	137.552	12,88	11,03	23,90
5/9/2006	143.552	11,24	6,50	17,73	4/9/2007	133.991	13,74	11,87	25,62
12/9/2006	148.109	10,77	6,52	17,30	11/9/2007	132.036	14,34	11,78	26,11
19/9/2006	156.761	9,94	7,69	17,63	18/9/2007	132.869	14,31	11,86	26,17
26/9/2006	150.960	10,19	7,48	17,68	25/9/2007	138.930	13,51	10,81	24,32
3/10/2006	157.869	9,66	8,11	17,77	2/10/2007	144.051	13,01	12,05	25,07
10/10/2006	157.060	9,85	7,44	17,29	9/10/2007	140.354	13,45	12,78	26,22
17/10/2006	168.384	9,36	8,02	17,37	16/10/2007	143.105	14,57	12,64	27,21
24/10/2006	173.480	8,98	8,83	17,82	23/10/2007	144.154	14,58	13,46	28,04
31/10/2006	166.240	9,19	9,99	19,18	30/10/2007	147.901	14,27	12,85	27,12
7/11/2006	151.991	9,29	7,46	16,75	6/11/2007	143.592	13,48	9,87	23,36
14/11/2006	133.286	9,65	6,46	16,11	13/11/2007	138.979	14,40	5,08	19,48
21/11/2006	136.439	9,59	6,02	15,62	20/11/2007	146.017	13,98	5,98	19,96
28/11/2006	139.535	9,34	5,59	14,93	27/11/2007	145.525	14,22	6,42	20,64
5/12/2006	144.167	9,42	6,07	15,50	4/12/2007	160.507	14,19	7,29	21,48
12/12/2006	148.243	8,84	7,57	16,41	11/12/2007	172.876	13,37	7,46	20,83
19/12/2006	157.500	8,10	8,57	16,67	18/12/2007	184.057	12,19	9,78	21,97
26/12/2006	155.390	8,19	8,10	16,29	24/12/2007	191.165	11,39	11,59	22,98
<b>Média</b>	<b>147.588</b>	<b>9,23</b>	<b>7,92</b>	<b>17,15</b>	31/12/2007	187.731	12,20	12,81	25,00
					<b>Média</b>	<b>160.725</b>	<b>10,98</b>	<b>11,00</b>	<b>21,98</b>

Continua...

Tabela 1. Continuação.

2008					2009				
Data	OI	% CIT	% Spread	CIT + Spread	Data	OI	% CIT	% Spread	CIT + Spread
8/1/2008	196.218	12,25	12,64	24,90	6/1/2009	130.260	12,21	13,33	25,53
15/1/2008	206.777	11,61	13,45	25,06	13/1/2009	137.827	11,22	14,75	25,97
22/1/2008	204.258	13,66	13,88	27,54	20/1/2009	129.693	12,10	16,14	28,24
29/1/2008	207.450	13,54	14,26	27,80	27/1/2009	133.063	12,80	17,11	29,90
5/2/2008	200.584	13,87	11,71	25,58	3/2/2009	137.510	12,38	16,20	28,58
12/2/2008	200.937	13,65	9,66	23,31	10/2/2009	131.561	12,65	12,85	25,50
19/2/2008	192.412	14,17	9,68	23,84	17/2/2009	124.784	13,18	12,80	25,98
26/2/2008	196.887	15,42	11,88	27,30	24/2/2009	129.713	12,68	17,20	29,89
4/3/2008	198.467	15,54	14,09	29,64	3/3/2009	129.743	12,12	20,38	32,50
11/3/2008	192.730	16,02	14,30	30,31	10/3/2009	131.433	10,90	21,96	32,85
18/3/2008	187.394	16,34	15,28	31,62	17/3/2009	127.635	10,32	22,30	32,62
25/3/2008	173.702	16,30	17,47	33,77	24/3/2009	123.771	11,91	19,24	31,15
1º/4/2008	166.276	16,91	16,97	33,88	31/3/2009	123.003	11,98	17,44	29,42
8/4/2008	149.332	16,75	11,42	28,17	7/4/2009	120.302	13,05	13,67	26,73
15/4/2008	146.833	17,11	9,40	26,50	14/4/2009	127.423	12,16	16,06	28,22
22/4/2008	150.214	16,84	9,23	26,07	21/4/2009	124.157	12,71	18,08	30,79
29/4/2008	153.065	16,39	10,15	26,54	28/4/2009	125.766	12,61	17,79	30,40
6/5/2008	154.945	18,49	9,88	28,37	5/5/2009	125.691	12,24	18,58	30,81
13/5/2008	160.013	18,44	10,34	28,78	12/5/2009	129.497	12,09	17,48	29,58
20/5/2008	163.129	18,53	11,42	29,95	19/5/2009	133.140	10,94	18,39	29,33
27/5/2008	161.716	18,45	12,28	30,73	26/5/2009	134.938	11,16	17,85	29,01
3/6/2008	170.628	18,17	13,72	31,89	2/6/2009	132.115	12,44	13,34	25,78
10/6/2008	168.831	18,29	11,09	29,38	9/6/2009	130.203	12,55	9,47	22,01
17/6/2008	167.258	17,99	9,88	27,87	16/6/2009	125.405	13,03	9,45	22,47
24/6/2008	171.704	17,70	9,67	27,37	23/6/2009	120.153	13,65	10,83	24,47
1º/7/2008	174.935	17,14	9,96	27,10	30/6/2009	118.314	14,20	11,25	25,45
8/7/2008	162.131	18,43	11,47	29,90	7/7/2009	118.657	13,81	11,93	25,73
15/7/2008	161.694	18,07	12,13	30,20	14/7/2009	120.405	14,66	10,42	25,09
22/7/2008	166.055	15,64	13,64	29,28	21/7/2009	127.305	14,01	10,36	24,37
29/7/2008	168.374	15,51	13,13	28,64	28/7/2009	130.384	13,64	11,22	24,86
5/8/2008	156.327	15,91	10,30	26,21	4/8/2009	130.240	13,32	10,74	24,06
12/8/2008	147.983	15,91	9,81	25,73	11/8/2009	126.347	13,82	9,50	23,32
19/8/2008	141.677	16,19	10,00	26,20	18/8/2009	122.677	14,15	14,35	28,50
26/8/2008	143.513	17,02	9,47	26,49	25/8/2009	127.401	14,02	13,46	27,48
2/9/2008	144.877	15,78	11,24	27,02	1º/9/2009	128.235	14,29	14,05	28,35
9/9/2008	144.098	14,68	12,21	26,89	8/9/2009	130.912	13,65	14,09	27,74
16/9/2008	141.935	14,63	12,45	27,08	15/9/2009	140.409	12,53	15,37	27,89
23/9/2008	138.682	15,73	11,99	27,72	22/9/2009	140.297	12,62	16,61	29,23
30/9/2008	137.900	14,61	13,62	28,23	29/9/2009	140.888	12,53	17,41	29,94
7/10/2008	134.137	12,30	15,22	27,53	6/10/2009	147.392	12,64	17,12	29,76
14/10/2008	135.718	9,86	16,59	26,45	13/10/2009	146.252	12,44	18,79	31,23
21/10/2008	146.950	4,15	18,27	22,43	20/10/2009	153.267	14,98	17,10	32,08
28/10/2008	164.042	4,87	20,42	25,29	27/10/2009	160.810	18,14	17,46	35,60
4/11/2008	163.060	4,25	21,49	25,73	3/11/2009	164.689	19,36	19,40	38,76
11/11/2008	122.840	4,18	13,94	18,12	9/11/2009	138.863	19,67	15,58	35,25
18/11/2008	116.001	4,41	12,54	16,95	17/11/2009	129.755	21,85	14,81	36,66
25/11/2008	118.801	5,28	12,27	17,56	24/11/2009	131.298	21,07	13,63	34,70
2/12/2008	119.907	8,20	12,95	21,15	1º/12/2009	134.173	20,07	13,52	33,59
9/12/2008	121.252	10,12	12,63	22,75	8/12/2009	135.985	19,71	13,62	33,34
16/12/2008	122.881	12,43	13,01	25,44	15/12/2009	138.663	19,29	12,84	32,13
22/12/2008	126.065	12,22	13,04	25,26	22/12/2009	139.535	19,12	15,49	34,61
30/12/2008	129.660	11,95	14,19	26,14	29/12/2009	138.563	19,28	15,39	34,67
<b>Média</b>	<b>159.486</b>	<b>14,08</b>	<b>12,73</b>	<b>26,80</b>	<b>Média</b>	<b>132.317</b>	<b>14,11</b>	<b>15,16</b>	<b>29,27</b>

Continua...

**Tabela 1.** Continuação.

Data	2010			
	OI	% CIT	% Spread	CIT + Spread
5/1/2010	139.254	19,44	16,86	36,30
12/1/2010	141.550	20,31	17,18	37,49
19/1/2010	149.131	18,92	18,31	37,24
26/1/2010	152.570	18,60	21,83	40,43
2/2/2010	148.316	18,69	20,32	39,00
9/2/2010	135.580	19,85	17,00	36,85
16/2/2010	132.288	21,02	17,36	38,38
23/2/2010	131.183	20,21	17,90	38,10
2/3/2010	135.453	19,11	18,47	37,58
9/3/2010	138.437	18,92	18,33	37,25
16/3/2010	141.050	18,25	18,29	36,54
23/3/2010	143.622	17,73	17,71	35,44
30/3/2010	146.096	17,13	17,77	34,91
6/4/2010	145.507	17,33	16,56	33,89
13/4/2010	130.657	18,92	14,24	33,16
20/4/2010	131.536	19,44	11,64	31,07
27/4/2010	140.002	18,77	12,92	31,70
4/5/2010	142.818	18,45	14,46	32,91
11/5/2010	141.693	18,52	16,10	34,62
18/5/2010	139.222	18,07	17,64	35,71
25/5/2010	142.842	17,09	17,20	34,29
1º/6/2010	139.697	17,83	17,56	35,39
8/6/2010	130.288	17,44	18,14	35,58
15/6/2010	123.180	18,75	17,92	36,67
22/6/2010	123.015	18,86	16,95	35,81
29/6/2010	127.792	18,75	17,36	36,12
6/7/2010	132.457	16,89	18,24	35,13
13/7/2010	135.536	16,21	19,61	35,81
20/7/2010	138.463	15,96	19,67	35,63
27/7/2010	138.726	15,94	19,54	35,49
3/8/2010	136.696	16,50	20,40	36,90
10/8/2010	130.739	17,54	18,29	35,83
17/8/2010	125.041	18,00	17,92	35,92
24/8/2010	124.416	18,36	17,03	35,38
31/8/2010	131.395	17,36	16,52	33,89
<b>Média</b>	<b>136.750</b>	<b>18,26</b>	<b>17,52</b>	<b>35,78</b>

altera 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, contribuindo para aumentar, ainda mais, as incertezas quanto à balança comercial dos países.

### Forças e limites na especulação de commodities agrícolas

Os resultados acima apresentados mostram apenas uma situação superficial da movi-

mentação especulativa que acontece todos os dias nos mercados futuros de Chicago, Londres 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 do cacau, do açúcar, do algodão, do café e da 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, conforme 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*, os quais, 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 conta de 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), é feita, a seguir, uma análise mais abrangente, que permite identificar as verdadeiras tendências do mercado futuro de cacau, durante o período de janeiro de 2006 a agosto de 2010. 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*.

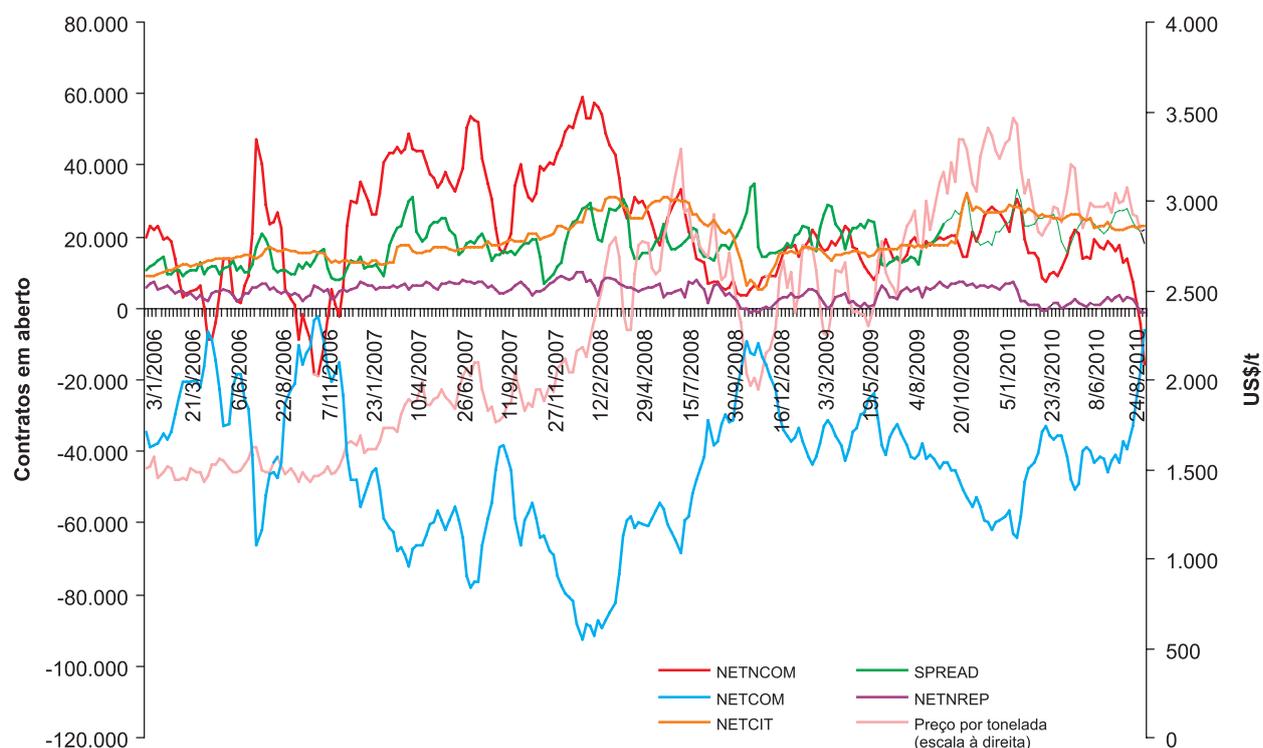
O cacau, por ser um produto tradicional – é de amplo consumo internacional, é produzido em muitos países com características climáticas tropicais e tem uma safra anual bem definida no que se refere à quantidade de toneladas disponíveis para o mercado –, tem sido, historicamente, alvo de intensa especulação. No período de janeiro de 2006 a agosto de 2010, houve uma significativa participação dos agentes especuladores, que influenciou o preço futuro do cacau.

Observa-se, na Figura 1, como o preço futuro do cacau acompanha de forma bem 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 cacau. Os *commercial traders* ou *hedgers* mantêm posições *short* (vendidas) durante todo o período.

As cotações de cacau, depois de terem atingido a marca dos US\$ 3.488/t, em 16/12/2009, mostram uma tendência negativa, acompanhando de perto a liquidação das posições *long* mantidas pelos especuladores para a obtenção de lucros. Os *commercial traders* ou *hedgers*, por sua vez, assumem uma tendência de aumento nas posições *net short* (vendida), que contrasta com a forte participação *net long* (comprada) dos especuladores.

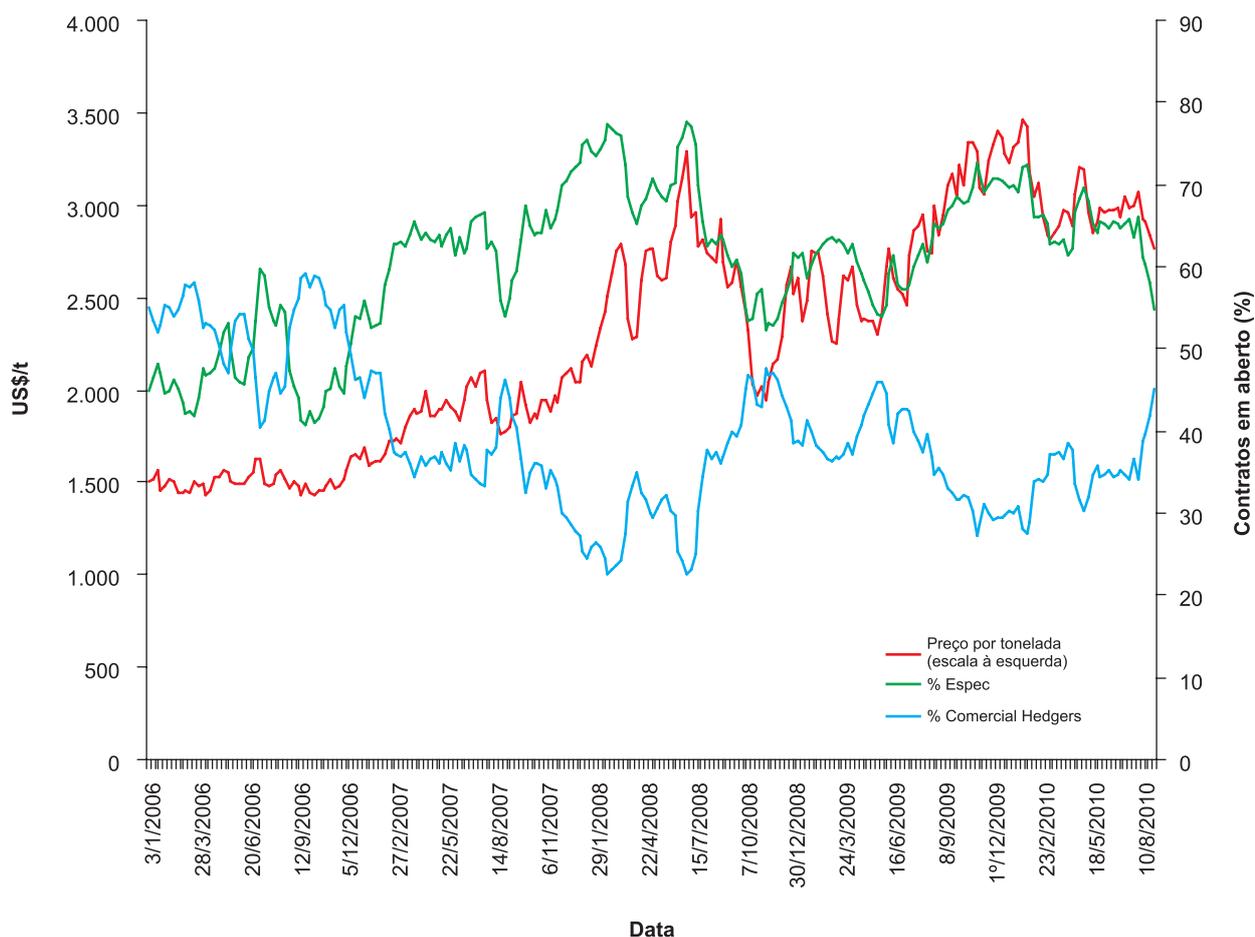
Pela Figura 1 pode-se também constatar a expressiva participação dos *non-commercial spread traders* no mercado futuro de cacau, ao tomarem o controle de uma grande parcela das operações *net long* do mercado, que apresentam uma forte correlação com a tendência seguida pelos preços futuros.

A Figura 2 corrobora, de forma bem clara, a análise anterior, ao mostrar a forte relação entre a formação dos preços futuros de cacau, no período de janeiro de 2006 a agosto de 2010, e



**Figura 1.** Posições *net long* e *net short* no mercado futuro de cacau no período de 2006 a agosto de 2010.

Fonte: CFTC (2010).



**Figura 2.** Percentual de contratos abertos mantidos pelos especuladores no período 2006 a agosto de 2010.

Fonte: CFTC, 2010.

a participação percentual de contratos futuros mantida pelos especuladores.

O percentual de contratos em aberto mantidos pelos especuladores em cacau foi relativamente alto ao variar, durante quase todo o período, de 40,80% a 77,50%, guardando, assim, uma correlação muito próxima com os preços futuros no mercado da ICE de Nova York, durante o período de janeiro de 2006 a agosto de 2010. Em outras palavras, as pressões maiores sobre o mercado partiram dos especuladores, e não daqueles que desejavam se cobrir contra flutuações excessivas nos preços (*hedgers*).

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 se não fosse correlacionada ao comportamento dos preços internacionais de cacau. A inversão das posições dos especuladores e dos *hedgers*, de 29/8/2006 a 5/12/2006, demonstra, por sua vez, como as forças do mercado operam para definir um padrão sazonal para os preços internacionais do cacau, que variam de US\$ 1.469/t a US\$ 1.571/t.

## Considerações finais

Os resultados da análise do comportamento dos preços internacionais de cacau nos mercados futuros de Nova York demonstram que grande parte das oscilações ocorridas nos preços, durante o período de janeiro de 2006 a

agosto de 2010, 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 sobre a determinação do preço final das commodities agrícolas, inclusive no cacau. O alto percentual de contratos em aberto (*open interest*) mantidos pelos *commodity index traders* e pelos *non-commercial spread traders* 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 dos 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, facultado pelas inovações tecnológicas no campo das comunicações e pelo novo paradigma da globalização da economia mundial, dão margem à ampliação das aplicações financeiras, em termos espaciais e temporais.

A participação especulativa desses agentes no mercado de futuros geralmente passa despercebida durante a 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 cacau a cada vez que os indicadores econômicos e as tendências dos preços sinalizam a possibilidade de uma aplicação mais rentável. A análise do nível de participação especulativa realizada pelos fundos de investimento, por intermédio de sua carteira de Commodity In-

dex, assim como pelos *non-commercial spread traders*, durante o período de janeiro de 2006 a agosto de 2010, no mercado futuro de cacau na CSCE, 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 cacau, 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 cacau, 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, especialmente o cacau, expostas às violentas variações nos preços internacionais, motivadas pela atividade especulativa dos fundos de investimento, programas compensatórios deveriam ser incentivados para melhorar a geração de renda e de emprego nas regiões produtoras de cacau.

A experiência de mercado aconselha que os produtores de cacau comercializem o produto

durante todo o ano, fazendo uma média de preços, e deixem os riscos para os especuladores, que têm pleno conhecimento de mercado e vivem disso. Isso porque a regulação prudencial de vários instrumentos financeiros em todo o mundo ganhou nova relevância. Nos Estados Unidos, por exemplo, a Commodity Futures Trading Commission (CFTC) está discutindo a criação de mecanismos adicionais de regulação dos contratos futuros de várias commodities. Com efeito, está em jogo o funcionamento eficiente dos mercados futuros como instrumento de controle de risco para produtores e consumidores. Cumpre, então, que se elimine a influência potencial sobre desvios dos preços com relação aos fundamentos de oferta e demanda. Nesse sentido, parece-nos que essa pressão pode forçar os fundos de investimento a tomar outra direção, qual seja abandonarem os mercados de commodities.

Outros fatores técnicos e políticos podem influir no mercado, contrariando essa tendência. Por isso, os produtores de cacau são aconselhados a comercializar o produto durante todo o ano, para poderem formar uma média de preços. Sugere-se também que eles tenham acesso a mais informações sobre as posições dos grandes especuladores institucionais que atuam no mercado de produtos primários, e que sejam treinados em operações de *hedge*, treinamento que os habilite a se proteger da flutuação de preços do cacau. Aconselha-se, por fim, que se criem prêmios, na forma de pagamento em um valor superior ao preço cotado em bolsa, aos agricultores que ofereçam produtos com qualidade superior à dos padrões mínimos exigidos nos contratos transacionados.

## Referências

- AMIN, M. M. A ação especulativa dos fundos hedge e de commodities nos mercados futuros de cacau. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE ECONOMIA E SOCIOLOGIA RURAL, 40., 2002, Passo Fundo. **Anais...** Passo Fundo: Associação Brasileira de Economia e Sociologia Rural, 2002. p. 1-16.
- AMIN, M. M. **A ação especulativa dos fundos na determinação dos preços internacionais das commodities.** Belém: Unama, 2004.

AMIN, M. M. **The role of speculative activity in determining international cocoa prices in the New York market.** Cambridge: Woodhead: Cirad-Askindo, 1995.

CFTC. Commodity Futures Trading Commission. **Commitments of traders.** Disponível em: <<http://www.cftc.gov/marketreports/commitmentsoftraders/index.htm>>. Acesso em: 10 set. 2010.

COCOA year 2009-2010. **Quarterly Bulletin of Cocoa Statistics,** London, GB, v. 36, n. 2, 2010.

COMITÉ EJECUTIVO DEL LONDRES CACAU. **Cambios estructurales em sector del cacao y formación del precio em los mercados mundiales.** Londres, GB: Comité Ejecutivo, 2001.

FAO. Food and Agriculture Organization of the United Nations. **Food outlook:** June 2008. Disponível em: <<http://www.fao.org/giews/english/fo/index.htm>>. Acesso em: 10 set. 2010.

HERREROS, M. M. A. G.; BARROS, F. G. N.; BENTES, E dos S. Atividade especulativa dos fundos de investimento no mercado futuro de commodities agrícolas, 2006-2009. **Revista de Política Agrícola,** Brasília, DF, v. 19, n. 1, p. 24-39, jan./mar., 2010.

HULL, J. C. **Introdução aos mercados futuros e de opções.** 2. ed. São Paulo: BM&F, 1996. 448 p.

MENEZES, J. A. de S. **Estabilização de preços de cacau via estoque regulador.** Brasília, DF: Ceplac, 1987.

MONTE, L. de F. de O.; AMIN, M. M. Análise da volatilidade do preço do cacau no mercado de futuros de Nova York (CSCE): uma aplicação do modelo Garch. In: CONGRESSO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DA ECONOMIA E SOCIOLOGIA RURAL, 44., 2006, Fortaleza. **Anais...** Fortaleza: Sober, 2006. 1 CD-ROM.

SCHTJER, W. A.; AYO, E. J. **Negotiating a world cocoa agreement: an analysis and prospects.** Pennsylvania: Agricultural Experiment Extension, 1967.

SCHWAGER, J. D. **A complete guide to the futures markets.** New York: John Wiley & Sons, 1984.

STERN, W. Method in forecasting cocoa prices. In: JILER, H. (Ed.). **Forecasting commodity prices.** New York: Commodity Research Bureau, 1971.

TEIXEIRA, M. A. **Mercados futuros: fundamentos e características operacionais.** São Paulo: BM&F, 1992.

ZUGAIB, A. C. C.; SANTOS, A. M.; SANTOS FILHO, L. P. S. **Mercado de Cacau.** Ilhéus: Ceplac: Cepec, 2004. Disponível em: <[http://www.ceplac.gov.br/radar/mercado\\_cacau.htm](http://www.ceplac.gov.br/radar/mercado_cacau.htm)>. Acesso em: 13 set. 2010.

ZUGAIB, A. C. C.; SANTOS, A. M.; SANTOS FILHO, L. P. S.; MIDDLEJ, R. R. **Comportamento do ratio (estoque/moagens) com relação aos preços no mercado internacional de cacau.** Ilhéus: Ceplac: Cepec, 2007. Disponível em: <[http://www.ceplac.gov.br/radar/Comportamento%20\\_estoque-moagens\\_-\\_set-2006.pdf](http://www.ceplac.gov.br/radar/Comportamento%20_estoque-moagens_-_set-2006.pdf)>. Acesso em: 13 set. 2010.