

SEÇÃO III – BALANÇO DE PAGAMENTOS

O Ciclo Recente de Preços das Commodities¹

Daniela Magalhães Prates²

Introdução

Em 2002, os preços de diversas commodities elevaram-se a partir dos patamares historicamente baixos atingidos em 2001. Contudo, naquele ano, ainda não se vislumbrava a emergência de um novo ciclo de preços. Por um lado, o último ciclo dessa natureza ocorrera há mais de 20 anos, na segunda metade dos anos 70 (interrompendo a relativa estabilidade posterior à guerra da Coreia de 1951/53). A partir de então, os preços das commodities apresentaram alta volatilidade, simultaneamente com uma tendência de queda, que se intensificou na segunda metade dos anos 90. Por outro lado, a recuperação dos preços foi de início liderada, principalmente, por commodities agrícolas que enfrentaram choques de oferta de origem climática (com destaque para o El Niño). No caso dos preços das commodities metálicas, mais sensíveis às flutuações cíclicas da economia global, a alta foi tímida – devido à frustração das expectativas de uma retomada mais vigorosa do crescimento – e estes continuavam inferiores à média da década passada.

Entretanto, ao longo do segundo semestre de 2003, alguns analistas começaram a apostar na emergência de um novo ciclo. A alta dos preços das commodities superou a previsão da Organização Mundial do Comércio (OMC) de um crescimento de 5,8% em termos nominais (WTO,

2003a).³ Enquanto o índice futuro da Reuters-CRB subiu 8,86%, o índice *spot*⁴ registrou alta de 16%. Essa grande diferença entre as tendências das cotações futura e à vista revela que o próprio mercado não esperava uma alta sustentável.⁵ Ademais, a alta foi generalizada, atingindo todos os sub-índices CRB: de commodities metálicas, industriais, alimentos etc.

Nesse primeiro trimestre de 2004, as duas cotações caminham de forma sincronizada. A convergência entre a evolução dos preços nos mercados futuros e à vista é uma indicação de que o mercado aposta na tendência de alta.⁶ Ou seja, um terceiro ano de alta dos preços das commodities, configurando um novo ciclo. Esse contexto suscita várias questões imbricadas: qual a sustentabilidade e durabilidade dessa fase de alta e, principalmente, quais são os seus determinantes?

Apesar da dificuldade em respondê-las – devido à atualidade do fenômeno e à incerteza que permeia eventos dessa natureza – pretende-se, nesta SEÇÃO do boletim, avançar na compreensão da alta recente dos preços das commodities. Nesse sentido, na primeira parte apresentamos, resumidamente, as tendências de

³ WTR. *World Trade Report*. Geneve: World Trade Organization, 2003a.

⁴ O *Commodity Research Bureau* (CRB) calcula um índice geral com a cotação futura de 25 commodities, que é divulgado pela Agência Reuters. Esse instituto também calcula um índice *spot*, com as cotações à vista dessas mesmas commodities e vários sub-índices.

⁵ A diferença entre os preços à vista e no mercado futuro é denominada de “base” ou “prêmio”, sendo que uma base pequena indica que os dois preços caminham juntos e que as expectativas do mercado apontam para a manutenção da tendência dos preços no mercado à vista. Porém, períodos de variação da base são muito frequentes e estão associados à dinâmica dos mercados futuros, altamente especulativa. Sobre essa dinâmica e os determinantes das variações da base, que dependem da natureza do ativo subjacente – mercadorias estocáveis, não-estocáveis, ativos financeiros e divisas – ver Farhi, M. *O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros*. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 1998. (Tese, Doutorado).

⁶ Quando o mercado acredita que o movimento de alta vai continuar, os preços futuros são iguais ou mais altos que os preços à vista. Ver Farhi (1998).

¹ Esta SEÇÃO centra-se no comportamento dos preços das commodities não-energéticas (isto é, exclui o mercado de petróleo).

² Agradeço os comentários dos colegas do Cecon e a valiosa ajuda na elaboração dos gráficos de Renato A. Oshiro e Gutemberg Claver de L. Fragoso, bolsistas de iniciação científica do PIBIC-CNPq.

médio e longo prazo desses preços. Em seguida, debruçamo-nos sobre os determinantes desta alta. Seguem-se algumas considerações finais.

1 As tendências de médio e longo prazos dos preços das commodities

Vários estudos recentes⁷ atualizaram o estudo de Prebisch sobre a evolução dos termos de troca das exportações dos países periféricos, a partir da análise da trajetória dos preços das commodities primárias na segunda metade do século XX.⁸ Independentemente da metodologia utilizada (tipo de índice de preço, tipo de deflator) todos endossam a conclusão deste autor, de deterioração dos termos de troca das commodities primárias vis-à-vis dos bens manufaturados. Ademais, essa deterioração foi acompanhada por uma alta volatilidade dos preços.

Quais foram os determinantes dessa dupla tendência, qual seja, de queda e de volatilidade? Um dos fatores ressaltados por Prebisch continuou presente e até se intensificou na segunda metade do século passado: a menor elasticidade-renda da demanda pelos bens primários vis-à-vis os bens industrializados. Prebisch apresentou duas explicações para essa diferença⁹: as mudanças no padrão de consumo que acompanham o crescimento da renda resultam numa taxa de crescimento da demanda por alimentos menor do que da renda e, assim, numa participação decrescente desses bens no consumo final (a chamada Lei de Engel); no caso

das matérias-primas agrícolas, a discrepância entre crescimento da renda e da demanda decorreria dos efeitos do progresso técnico na indústria do centro, o qual redundaria em menor utilização de insumos por unidade de produto.

Essa última explicação aplica-se, igualmente, às commodities industriais em geral, derivadas de matérias-primas metálicas (aço, ferro, cobre, etc). No caso desses bens, a mudança no padrão industrial e tecnológico (fordista para tecnologia de informação) também explica o menor crescimento da demanda relativamente à produção e à renda mundial após os anos 80, por duas vias: menor intensidade na utilização desse tipo de insumo; e impactos das inovações tecnológicas nos padrões de consumo, que podem resultar em fortes aumentos de gasto em certas categorias de produtos (caso, por exemplo, dos computadores).

Ademais, os avanços tecnológicos também resultaram na difusão do uso de materiais sintéticos, que deprimiram a demanda da indústria por commodities agrícolas (especialmente algodão, lã e borracha) e metálicas – também afetadas pelos aperfeiçoamentos nas técnicas de reciclagem – com efeitos depressivos sobre os preços.

Também vale lembrar que, além dos seus efeitos sobre a elasticidade-renda da demanda, o progresso tecnológico resultou num aumento da produtividade na agricultura (novas colheitas, mecanização, revolução verde) e na extração de metais, ampliando a oferta de commodities num contexto de baixo crescimento da demanda, com impactos depressivos sobre os preços.

Uma das principais manifestações do menor crescimento da demanda por commodities proporcionalmente à renda em âmbito mundial – subjacente à tendência de queda dos seus preços relativos – é a participação decrescente desses

⁷ Ver, por exemplo, Bloch, H. & Sapsford, D. Whither the terms of trade? An elaboration of the Prebisch-Singer hypothesis. *Cambridge Journal of Economics*, v. 3, n. 24, p. 461-481, 2000 e Cashin, P. & Mcdermott, C. J. The long-run behaviour of commodity prices: small trends and big variability. *IMF Staff Papers*, v. 2, n. 49, p. 175-199, 2002.

⁸ A análise de Prebisch baseou-se em dados do período 1875-1947. Ver Prebisch, R. (1949). El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas. In: Gurrieri, A. *La obra de Prebisch en la Cepal*. México: Fondo de Cultura Económica, 1982, p. 99-155.

⁹ Ver Prebisch, R. (1951). Problemas teóricos y prácticos del crecimiento económico. In: Gurrieri, A. *La obra de Prebisch en la Cepal*. México: Fondo de Cultura Económica, 1982. p. 248-297.

bens nas exportações globais nas décadas de 80 e 90 do século passado.

O estudo da Unctad (2002)¹⁰ chega a esse resultado a partir da análise dessas exportações de acordo com o grau intensidade dos fatores no período 1980-1998.¹¹ A participação decrescente das commodities primárias no total das exportações mundiais (ver Tabela 1) reflete as diferenças expressivas nas taxas de crescimento do comércio em cada modalidade de produto. Enquanto a taxa média de crescimento do comércio mundial no período considerado foi de 8% a.a., a maioria das commodities primárias (ao lado de algumas manufaturas de baixa intensidade tecnológica) teve taxas de crescimento

no aumento das suas participações no total das exportações mundiais.¹²

A análise baseia-se nos valores das exportações, pois dados desagregados de preços e volume de todos os produtos não são disponíveis. Mas, de acordo com estimativas realizadas pela Unctad (2002),¹³ evidências sugerem que o *ranking* de produtos não sofreria grandes variações se fossem utilizados preços constantes. Isto quer dizer que no caso das commodities primárias, que apresentaram uma tendência de queda dos seus preços relativos no período, a perda de participação é o efeito combinado de queda dos preços e das quantidades exportadas.

Tabela 1
Estrutura das exportações mundiais por grau de intensidade dos fatores

Categorias	Porcentagem nas exportações mundiais ⁽¹⁾	
	1980	1998
Commodities primárias	25,7	14,8
Manufaturas intensivas em trabalho e recursos naturais	14,7	15,0
Manufaturas c/ baixa intensidade de trabalho qualificado e tecnologia	10,1	7,6
Manufaturas c/ média intensidade de trabalho qualificado e tecnologia	26,4	29,6
Manufaturas c/ alta intensidade de trabalho qualificado e tecnologia	20,2	30,2

⁽¹⁾ Exceto Petróleo e derivados

Fonte: Unctad. *Trade & Development Report* (2002).

negativas apresentando, assim, baixo dinamismo no comércio mundial no período 1980-98. As maiores taxas de crescimento (acima da média mundial) foram registradas, exatamente, pelas manufaturas com média e alta intensidades em trabalho qualificado e tecnologia, o que resultou

Contudo, no âmbito dessas commodities, também existem diferenças no potencial de mercado e, assim, de crescimento das exportações.

12 No caso dos bens manufaturados, com exceção de têxteis e vestuário, as altas taxas de crescimento das exportações estão diretamente associadas à expansão das chamadas redes de produção internacionais, no âmbito do processo de globalização produtiva. Os três grupos de produtos com taxas de crescimento do comércio mundial mais elevadas nas duas últimas décadas (partes e componentes para bens eletrônicos e elétricos; produtos trabalho-intensivos, como vestuário; e bens finais com alto conteúdo de P&D) foram os mais afetados por esse processo. Essas redes – que envolvem bens cujo processo produtivo pode ser decomposto em vários segmentos e cuja localização depende da dotação de fatores e dos custos relativos – e resultaram na expansão do comércio em diversos produtos – como computadores, telecomunicações e semicondutores – e no crescimento da participação dos países em desenvolvimento no comércio mundial de produtos manufaturados (Unctad, 2002).

13 Ver Anexo 2 do capítulo 3 deste relatório.

10 Unctad. *Trade and Development Report*. Geneve: United Nations Conference for Trade and Development, 2002.

11 Essa metodologia resultou na classificação de 225 produtos (da Standard International Trade Classification – SITC, Revisão 2 a três dígitos de desagregação) em cinco categorias: commodities primárias, manufaturas intensivas em trabalho e recursos naturais; manufaturas com baixa intensidade de trabalho qualificado e tecnologia; manufaturas com média intensidade de trabalho qualificado e tecnologia; manufaturas com alta intensidade de trabalho qualificado e tecnologia; e produtos não classificados.

No caso do sub-grupo constituído por alguns alimentos processados e não-processados – como carne e derivados, laticínios, peixe e derivados, vegetais, frutas e frutas secas, temperos e óleos vegetais – os padrões de qualidade, segurança, embalagem e *delivery* são, em diversos aspectos, mais semelhantes às manufaturas modernas do que aos produtos agrícolas tradicionais. Em relação a esses, tais características implicam maior valor unitário e elasticidade-renda da demanda mais elevada (que pode, inclusive, ultrapassar a unidade). Em termos de dinamismo de mercado, esse sub-grupo de produtos teve performance superior à das demais commodities agrícolas primárias (como cereais, cacau, chá e borracha), a qual contribuiu para o crescimento da produção agrícola e de alimentos em vários países, como Brasil, China e Tailândia. Sete desses produtos alimentícios estão entre os produtos agrícolas mais dinâmicos nas duas últimas décadas (Unctad, 2002).

As políticas comerciais protecionistas dos países centrais, no entanto, restringiram as taxas de crescimento da demanda vis-à-vis da renda mundial e, conseqüentemente, das exportações desse sub-grupo dinâmico. Essas políticas – que afetam, principalmente, as categorias de commodities primárias e manufaturas de baixa intensidade tecnológica¹⁴ – ancoravam-se (e ainda se ancoram) em dois pilares: (1) tarifas escalonadas, crescentes com o grau de processamento dos bens, que desestimulam o processamento das commodities pelos países periféricos (2) subsídios agrícolas que, ao estimularem a manutenção ou aumento da

produção, deprimem os preços mundiais dos produtos.

No caso da União Européia, esses subsídios restringiram o acesso ao mercado exatamente para os produtos com maior elasticidade-renda da demanda. Também vale lembrar que a Rodada do Uruguai de 1994, além de ter determinado a redução das tarifas principalmente para os produtos industriais (com exceção dos setores têxtil e vestuário) vis-à-vis dos agrícolas, introduziu as *Tariff Rate Quotas* (TRQs) – tarifas diferenciadas de acordo com a quantidade importada –, as quais se concentram exatamente nessas commodities com maior elasticidade-renda da demanda (como frutas e vegetais, carne, cereais, laticínios e sementes oleaginosas).¹⁵

Finalmente, vale mencionar um terceiro condicionante da tendência de deterioração dos termos de troca das commodities até o final do século passado: as diferentes estruturas de mercado da produção desses bens e dos produtos industrializados. Enquanto a produção desses produtos é dominada por oligopólios com poder de formar preços – seja em função da diferenciação de produtos, seja do controle da oferta – nos mercados de commodities (por definição, produtos homogêneos) predominavam, de forma geral, estruturas competitivas, sendo seus produtores tomadores de preços. Assim, seus preços eram mais vulneráveis às flutuações cíclicas da demanda mundial do que os dos bens industrializados, sendo os desequilíbrios entre oferta e demanda ajustados, principalmente, via

¹⁴ Essas políticas favoreceram os setores intensivos em trabalho qualificado e tecnologia, nos quais estes países têm vantagem competitiva vis-à-vis dos países em desenvolvimento, cujas exportações se concentram exatamente nas categorias afetadas pelas políticas.

¹⁵ Ademais, ao não estabelecer regras para uso de prática anti-*dumping*, essa rodada estimulou o uso desta prática, que se tornou um importante instrumento de protecionismo.

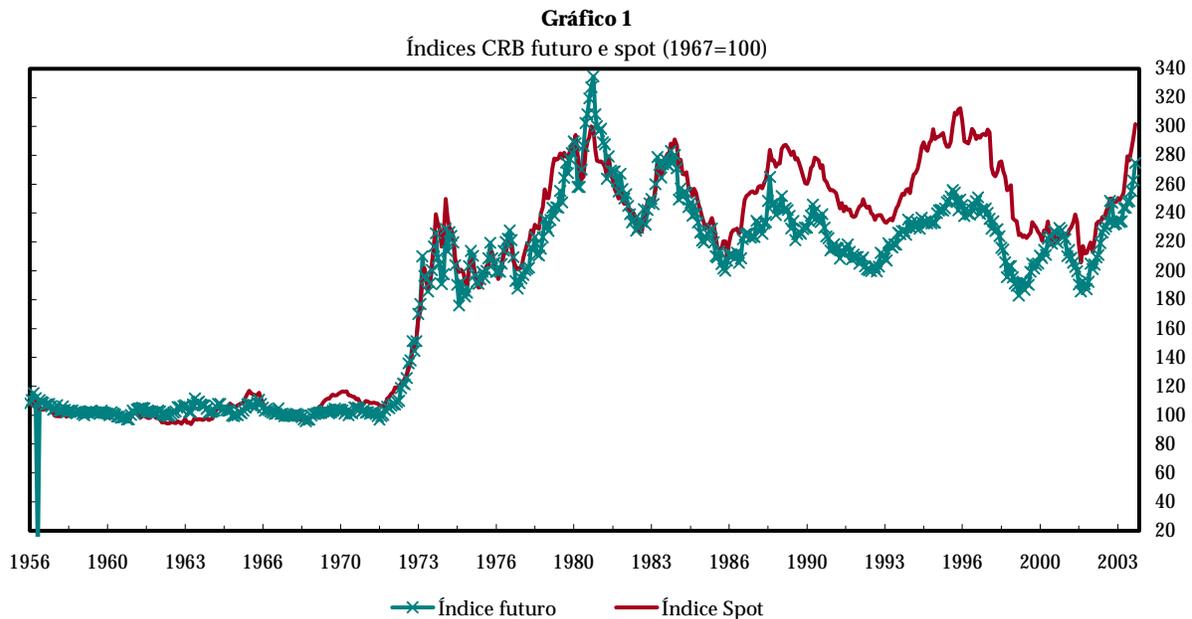
variação dos preços e não das quantidades (caso daqueles bens).¹⁶

Contudo, essas diferenças nas estruturas de mercado e, assim, na capacidade de formar preços, estão diminuindo. Hoje o mercado internacional de várias commodities tanto agrícolas quanto industriais também se caracteriza por uma estrutura oligopolista, ancorada no alto

distribuição de soja e derivados, também controlada por grandes empresas multinacionais (como Cargill, Bunge).

2 O ciclo atual

Antes de analisarmos os determinantes da alta recente dos preços das commodities, é importante retomar e ilustrar suas principais



grau de concentração da produção em vários estágios da cadeia de valor. No caso da indústria de metais não-ferrosos (cobre, alumínio), a própria tendência de queda dos preços nas décadas de 80 e 90 estimulou a concentração da atividade extrativa em poucas empresas (*The Economist*, 1999).¹⁷ A concentração no ramo de metais ferrosos (siderurgia e metalurgia) também aumentou nos últimos anos.¹⁸ No âmbito das commodities agrícolas, vale citar a produção e

características. A convergência entre a evolução dos preços nos mercados futuros e à vista, mencionada na INTRODUÇÃO, fica evidente no Gráfico 1. Pode-se notar que, no ciclo de commodities da segunda metade dos anos 70, movimento semelhante foi observado.

Já a alta dos preços à vista em meados da década de 90 – associada à recuperação econômica dos Estados Unidos e ao aquecimento da economia chinesa¹⁹ – teve vida curta e não se

¹⁶ Prebisch (1949) também enfatizou os impactos diferenciados das flutuações cíclicas sobre os preços dos bens agrícolas e manufaturados, mas os associou à maior flexibilidade salarial na periferia, devido ao menor grau de sindicalização dos trabalhadores, e à posição subordinada da agricultura na cadeia produtiva.

¹⁷ Ver *The Economist*. *Commodities get big*. Aug. 26, 1999.

¹⁸ Miller, R.; Coy, P. *Prices: how high is up?* *Business Week*, Mar. 8, 2004. De acordo com esses autores, o poder de mercado da indústria metalúrgica atualmente é significativo e tem contribuído para a alta do preço do aço desde 2003.

¹⁹ Alguns analistas têm feito paralelos entre o contexto atual e aquele de dez anos atrás, uma vez que esses dois fatores também estão presentes hoje, sendo dois importantes determinantes da alta recente dos preços das commodities, como ressaltaremos a seguir. Ver Roach, Stephen. *Global: shades of 1994*. Morgan Stanley. Global Economic Forum, Apr. 12, 2004. <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digest/20040412-mon.html>; *The Economist*. *China's economy: losing its balance*, Mar. 18, 2004a.

Gráfico 2
Índice de commodities metálicas (1967=100)



converteu num ciclo de preços. O descolamento entre as duas cotações naquele momento – quando as cotações futuras ficaram abaixo dos preços à vista, ou seja, a base ficou negativa – indicava que o mercado não apostava numa alta sustentável desses preços; pelo contrário, as expectativas eram de queda das cotações no curto prazo, as quais acabaram se confirmando. Ao longo da segunda metade da década de 90, os preços das commodities apresentaram deflação, decorrente tanto do excesso de oferta em vários mercados (que induziu “liquidações”, as quais deprimiram ainda mais os preços) quanto da queda da demanda dos países do leste e sudeste asiático após a crise de 1997/98. Uma segunda característica importante da alta recente (assim como o dos anos 70) é sua abrangência: ela atinge as mais diversas modalidades de commodities – metais não-preciosos (ver Gráfico 2),²⁰ metais preciosos,²¹ matérias-primas industriais (Gráfico

3)²² e agrícolas (grãos e óleos vegetais, Gráfico 4) e alimentos (Gráfico 5)²³ –, cujos preços não são determinados, necessariamente, pelos mesmos fatores.²⁴ Assim, é importante investigar os determinantes comuns, subjacentes à alta de preços em todos mercados. Dentre esses determinantes, dois se destacam: as condições macroeconômicas globais (seção 2.1) e o chamado “efeito-China” (seção 2.2). Já os choques de oferta (ver Quadro 1) afetaram, essencialmente, as commodities agrícolas.

²⁰ Sucatas de cobre, aço, chumbo, zinco e latão.

²¹ No caso dos metais preciosos, o aumento da procura esteve associado às tensões geopolíticas (ataque de 11 de setembro, guerra do Iraque), ao aumento da aversão ao risco a partir do segundo trimestre de 2002 e à desvalorização do dólar, que têm fomentado a demanda por ouro enquanto reserva de valor. Ver IMF. *World Economic Outlook*, Mar. 2003a.

²² Este índice é mais amplo do que o índice de metais, envolvendo, além das sucatas de metais, borracha, algodão, resina, gordura, pedaços de lã, tecidos para uso industrial.

²³ O índice de alimentos (*foodstuffs*) envolve carnes suína e bovina, manteiga, óleo de soja, cacau, milho, açúcar e trigo.

²⁴ A alta de preços também tem sido observada no mercado de petróleo e de semi-condutores. Sobre o comportamento desses dois mercados, ver IMF. *World Economic Outlook*, Apr. 2004, cap. 1, apêndice 1.1.

Gráfico 3
Índice de matérias-primas industriais (1967=100)

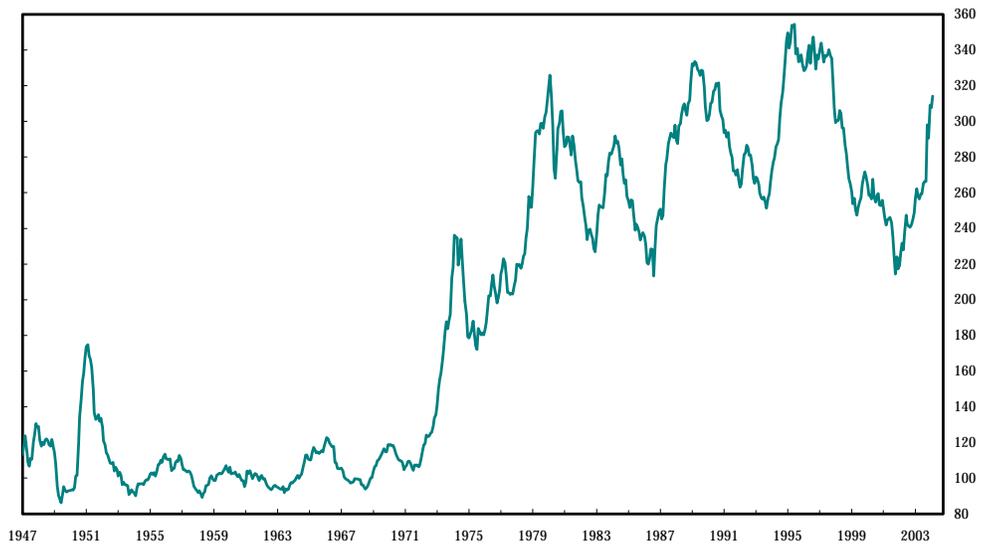


Gráfico 4
Índice de grãos e óleos vegetais (1967=100)

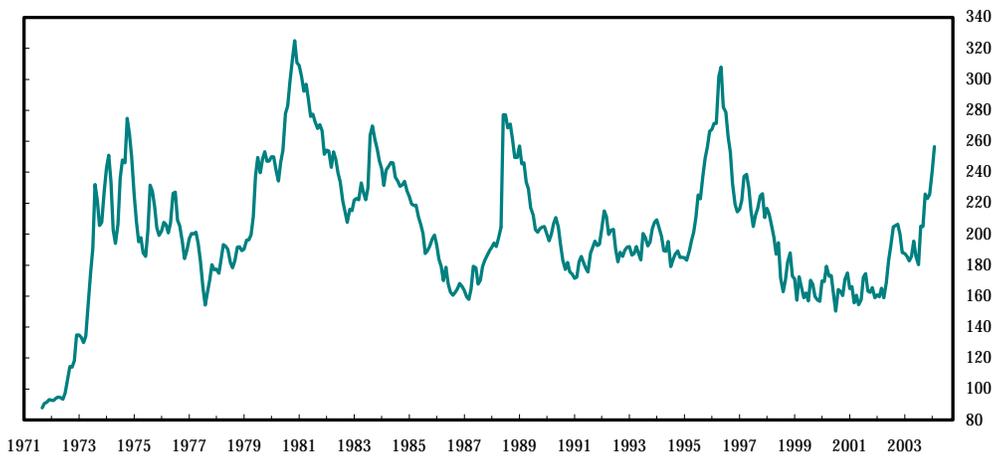
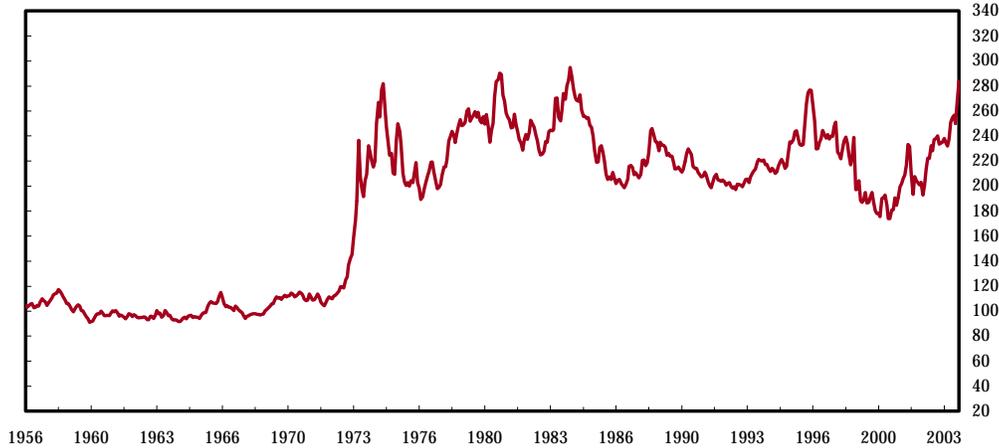


Gráfico 5
Índice de alimentos (1967=100)



Quadro 1

Choques de oferta de origem climática

A alta dos preços das commodities agrícolas também está associada a choques de oferta, em geral de origem climática, a partir de 2002. Neste ano, condições climáticas adversas, com destaque para o El Niño, ao provocarem secas em algumas regiões e enchentes em outras, resultaram no esgotamento dos estoques de várias commodities, o que implicou alta de preços, mesmo no contexto de demanda mundial deprimida. Todavia, no caso de alguns produtos, o aumento da demanda da China também contribuiu para esta valorização, caso, por exemplo, do algodão, da carne e de soja (IMF, 2004; para maiores detalhes sobre os choques de origem climática em 2002, ver *Política Econômica em Foco*, n. 1, seção 2).

No caso da soja, novas quebras de safra ocorreram em 2003/04. O Departamento de Agricultura dos Estados Unidos (USDA) tem revisto, sucessivamente para baixo, as projeções para a safra norte-americana de 2004. As lavouras de soja dos Estados Unidos encontram-se nas piores condições desde 1988, quando ocorreu uma seca muito intensa, a qual fez os preços dessa oleaginosa atingirem seu patamar mais elevado em 25 anos. Condições climáticas adversas também afetaram as safras argentina e brasileira. No caso da safra brasileira de 2003/04, esta não deve atingir 50 milhões de toneladas (a safra anterior foi de 52 milhões de toneladas), devido a problemas climáticos no Mato grosso (chuvas prejudicaram a safra, bem como o escoamento devido às enchentes nas estradas) e no sul do País (estiagem) e aos danos causados pelo fungo da ferrugem

Esses sucessivos choques de oferta têm resultado numa elevação progressiva da cotação da soja na bolsa de Chicago que, em 17 de março de 2004, ultrapassou a barreira de US\$ 10 por bushel, valor mais elevado desde meados de 1988 (sendo que a média nos último 30 anos dessa cotação foi de US\$ 6 por bushel). Contudo, nas três vezes anteriores que essa cotação foi atingida, num curto período de tempo os preços caíram rapidamente. O próprio preço elevado reduz a demanda e estimula a oferta

Ademais, as altas sucessivas dos preços da soja e seus derivados (farelo e óleo de soja), desde 2002 não estão associadas somente a quebras de safra da própria soja e/ou de seus substitutos – elevação do preço do óleo de palma devido à redução da produção da Malásia e queda da oferta de óleo de girassol (FMI, 2003; Unctad; Cyclope, 2003 –, mas também ao fenômeno da vaca louca (que aumentou estruturalmente a demanda por razão de origem vegetal), ao crescimento da renda e da população na Ásia e às compras dos fundos especulativos, dada a alta liquidez do mercado futuro dessa oleaginosa.

2.1 Condições macroeconômicas globais

O ritmo da economia global tem influência fundamental sobre os preços das commodities. Os períodos de expansão são, em geral, acompanhados por alta dos preços relativos desses bens,²⁵ enquanto os de retração por declínio desses preços. Isto porque as matérias-primas agrícolas e metais são insumos da produção industrial, de oferta relativamente rígida no curto prazo. Assim, apresentam em geral um comportamento pró-cíclico e constituem indicadores da recuperação industrial. A alta correlação entre os preços das commodities e o PIB global foi confirmada por um estudo econométrico realizado pela OMC em seu último relatório anual (WTO, 2003a), cujos resultados estão sintetizados na Tabela 2.

²⁵ Preços das commodities deflacionados por um índice de preço de bens industriais dos países industriais. Ver WTO (2003a).

Tabela 2

Preço relativo das commodities e produto global

Commodity	Coefficiente de correlação
Matérias-primas metálicas	5,4 ^a
Matérias-primas agrícolas	4,6 ^a
Alimentos	4,7 ^b

(a) Nível de significância: 1%;

(b) Nível de significância: 5%

Fonte: WTO (2003a).

Na recuperação econômica global em curso desde 2002, o mesmo processo tem sido observado (*The Economist*, 2003).²⁶ Ao lado dos fatores mencionados acima, a lenta resposta dos produtores aos sinais de recuperação econômica global – diante das incertezas envolvidas²⁷ – resultou num nível de estoques muito baixo (IMF,

²⁶ Ver *The Economist*. *A copper-bottomed boom?*, Oct. 2nd, 2003

²⁷ No primeiro semestre de 2003, os preços das commodities não-energéticas oscilaram devido tanto às incertezas relacionadas à guerra do Iraque e à epidemia asiática (SARS), quanto à recuperação menor que a antecipada da atividade econômica. Ver IMF. *World Economic Outlook*, Sept. 2003b.

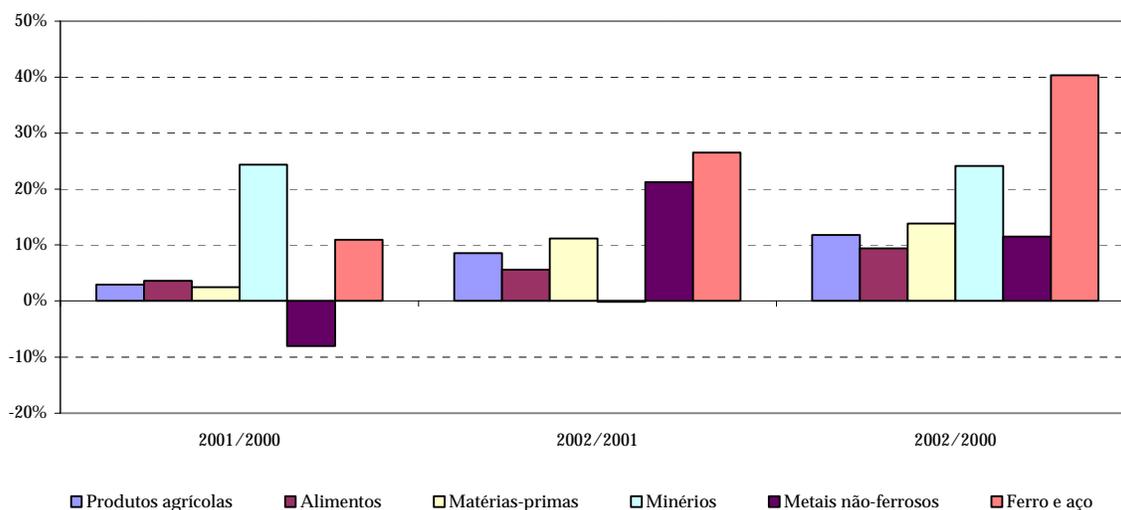
2004), o qual reforçou o movimento de alta pró-cíclica dos preços.²⁸

Contudo, são os preços das commodities metálicas que apresentam a maior correlação com a atividade industrial global (ver Tabela 2). Em 2002, já se observa um aumento da demanda por essas commodities, com exceção dos metais não-ferrosos (ver Gráfico 6). Porém, a recuperação mais sustentável dos preços somente ocorreu no segundo semestre de 2003 (ver Gráficos 2 e 3),²⁹ quando há evidências concretas de uma recuperação sincronizada do crescimento mundial.³⁰

A evolução e patamares atuais dos preços-chave da economia mundial – o preço do US\$ e a taxa de juros básica nesta moeda – também têm desempenhado um papel fundamental na alta recente dos preços das *commodities*.

A desvalorização do dólar em relação ao euro e ao iene, ao resultar em preços mais baixos das commodities (cotados em dólar) para os países europeus e o Japão, tem fomentando a demanda por esses bens no contexto de recuperação do crescimento industrial.³¹ Mas, as implicações da queda do preço da moeda-chave sobre o mercado de commodities parecem não se restringir a essa demanda, que podemos chamar

Gráfico 6
Exportações mundiais de commodities selecionadas



Fonte: WTO. *World Trade Statistics* (2003b).

²⁸ Essas incertezas desestimularam investimentos nos sistemas de estocagem e transporte, pressionando os seus respectivos custos. De acordo com o JP Morgan, os maiores custos de transporte também têm sido repassados aos preços das commodities, reforçando a sua alta.

²⁹ De acordo com o índice de preços de commodities do FMI, a contribuição da alta de preços das commodities metálicas para a valorização do índice geral entre julho de 2003 e março de 2004 (de 25%) foi a maior de todas: a alta de 38,5% foi responsável por 46,7% desta valorização (IMF, 2004).

³⁰ Entre o final de 2002 e o início de 2003, uma melhora dos indicadores de atividade econômica global resultou em alta dos preços, os quais cederam no segundo trimestre de 2003, com as evidências de uma recuperação em ritmo menor que o esperado.

de produtiva. De acordo com alguns analistas (Bentley, 2004a; 2004b),³² os investidores também têm comprado commodities no mercado futuro como uma alternativa de reserva de valor diante da forte desvalorização do dólar. Contudo, vale ponderar que no momento atual, dada a existência do euro e a aquisição de volumes expressivos de

³¹ A esse respeito ver The Economist (2003) e Miller & Coy (2004).

³² Bentley, A. *Commodity investor "wild" for weak dollar*. Reuters, Feb. 18, 2004a; Bentley, A. *Weak dollar, China usher in new commodity heyday*. Reuters, Mar. 18, 2004b. <http://www.forbes.com/>

dólar pelos países asiáticos, este tipo de demanda não deve ser tão expressivo. Já o ciclo da segunda metade dos anos 70 esteve diretamente associado à demanda por commodities enquanto reserva de valor para a riqueza global. Naquele momento, além de desvalorizado, o dólar enfrentava um questionamento do seu papel de moeda-chave do sistema monetário internacional.

O contexto atual, de taxas de juros historicamente baixas e ampla liquidez internacional, tem fomentado compras por parte de *hedge funds*³³ e aplicações nos fundos de commodities. A busca de oportunidades de investimento lucrativas tem sido sancionada pelos bancos de investimento globais mediante a oferta de novos fundos de commodities, os quais têm recebido volumes elevados de recursos desde 2003.³⁴ Ou seja, ao que tudo indica, se formou uma bolha especulativa no mercado futuro de commodities (*The Economist*, 2003)³⁵ – propício a esse tipo de fenômeno dada a sua alta liquidez –, a qual tem alimentado a alta dos preços à vista que, por sua vez, reforça a alta dos preços futuros. Este círculo vicioso também tem sido impulsionado por compras estratégicas de fundos de investimento, como uma aposta na recuperação econômica global e/ou como *hedge* contra a inflação,³⁶ bem como pelas chamadas operações de *carry-trade* (ver SEÇÃO I).

Finalmente, é importante mencionar outra importante implicação do baixo patamar das taxas de juros: a redução do custo de carregamento dos

estoques de commodities, estimulando sua acumulação, seja para fins produtivos, seja para especulação.

2.2 O Efeito-China

O excepcional crescimento econômico da China (ver SEÇÃO I) tem sido apontado como um dos principais determinantes da alta dos preços desses produtos após 2002 (*The Economist*, 2003; Bentley, 2003; Roach, 2004; IMF, 2004; *The Economist*, 2004c³⁷). Esse crescimento, liderado por setores intensivos em commodities metálicas e industriais – automotivo, metalúrgico e de construção civil (ver *The Economist*, 2004c, 2004d,³⁸ 2004e³⁹) – pressiona a demanda por esses bens, ao mesmo tempo em que o crescimento populacional fomenta a compra externa de alimentos e demais commodities agrícolas.

Os dados desagregados das importações chinesas nos últimos anos corroboram essa hipótese. Como indica o Gráfico 7, o crescimento das compras externas da China entre 2001 e 2002 atingiu um amplo espectro de produtos. Além de algumas commodities metálicas (como minérios e ferro e aço), o crescimento das importações de vários bens manufaturados foi bem superior à média.

Já o Gráfico 8 sintetiza a evolução das importações chinesas das principais commodities após 2000. As taxas de crescimento entre 2000 e 2002 são positivas e significativas para todos os produtos, destacando-se as compras externas de ferro e aço, que registram crescimento de 40%, seguidas pelos metais não-ferrosos (cobre, níquel), com aumento de mais de 20%. Contudo, a análise desagregada do período – 2000/2001 e 2001/2002 – revela que, com exceção da categoria *Minério-de-ferro e outros metais*, o crescimento no segundo biênio foi mais intenso.

³³ Num primeiro momento essas compras também foram estimuladas pelas perdas desses fundos com a deflação da bolha no mercado acionário americano.

³⁴ Enquanto o fundo PIMCO Asset Management praticamente dobrou seu portfólio nos dois primeiros meses de 2004 (de US\$ 1,5 bilhão para US\$ 2,9 bilhões), os ativos do seu concorrente Oppenheim Commodity Fund cresceram 37% em 2003. A expectativa é que novos fundos sejam lançados ao longo do ano, para tirar proveito da alta lucratividade oferecida pelos mercados de commodities (Agência Reuters, Mar. 26, 2004).

³⁵ O mesmo movimento especulativo tem sido observado no mercado futuro de petróleo, cujos preços também estão numa fase altista. Ver *The Economist*. *A burning question*. Mar. 25, 2004b.

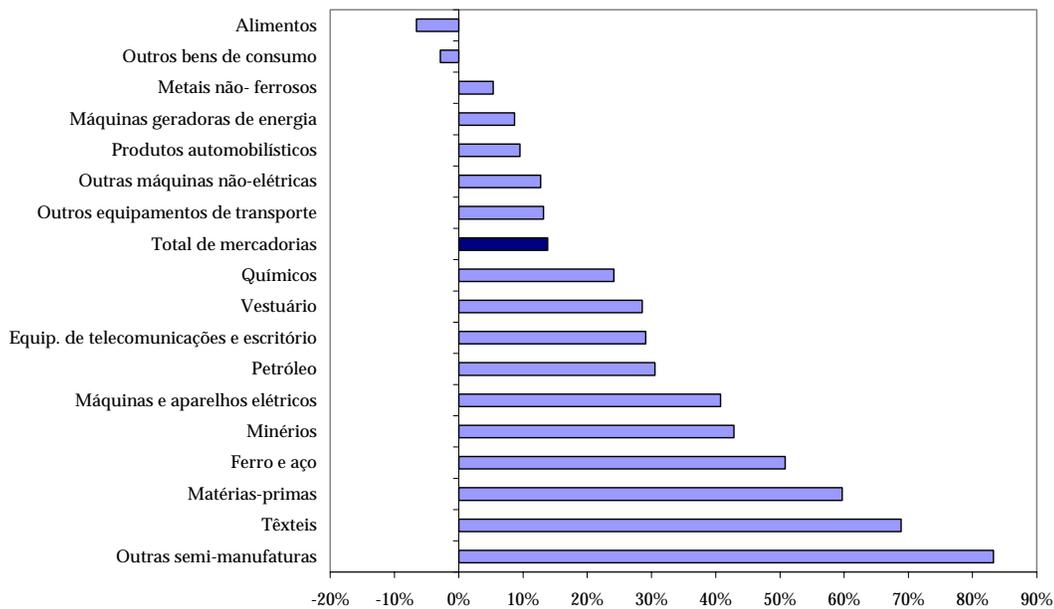
³⁶ Ver Leff, J. Analysis-big-money funds betting long in oil. *Reuters*, Mar. 3, 2004. <http://www.forbes.com/>

³⁷ Ver *The Economist*. *The Hungry dragon*. Feb. 19th, 2004c.

³⁸ Ver *The Economist*. *Losing its balance*. Mar. 18th, 2004d.

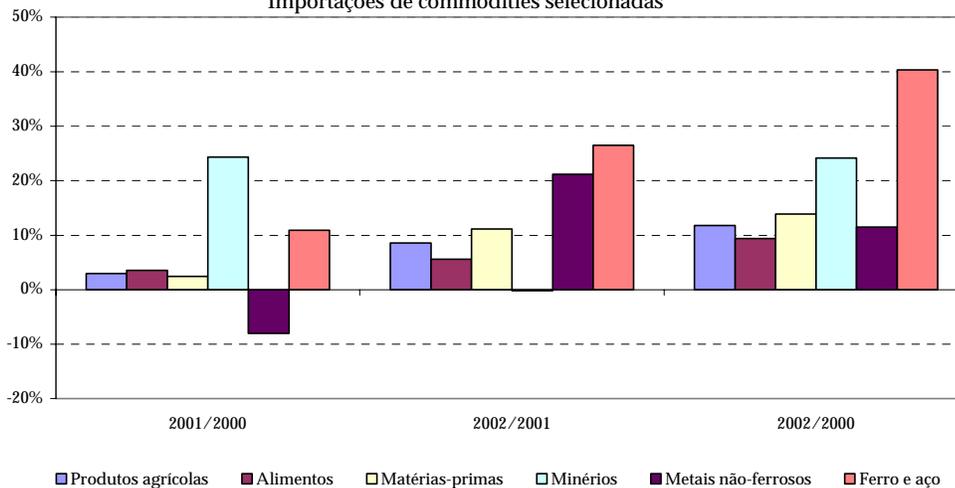
³⁹ Ver *The Economist*. *The temperature is rising*. Apr. 15th, 2004e.

Gráfico 7
Taxa de crescimento das importações chinesas (2002/2001)



Fonte: WTO. *World Trade Statistics* (2003b).

Gráfico 8
Importações de commodities selecionadas



Fonte: WTO. *World Trade Statistics* (2003b).

Em 2003, os números são ainda mais surpreendentes. As importações chinesas cresceram 40%⁴⁰ e foram responsáveis por 34% da demanda global de minério de ferro, 27% da de aço, 20% da de cobre, 19% da de alumínio e 11%

da de níquel! Outro dado impressionante refere-se à contribuição do consumo chinês ao crescimento desta demanda: respectivamente, 90%, 66%, 121%, 50% e 44%.⁴¹ Contudo, a participação das

⁴⁰ A OMC ainda não divulgou os dados desagregados das importações em 2003. Os números citados a seguir são do departamento econômico do JP Morgan.

⁴¹ A maior parte do consumo de cobre destina-se à produção de equipamentos geradores de eletricidade, que está a todo vapor dada a crise energética enfrentada pela China desde o ano passado.

matérias-primas industriais (exceto petróleo) nas importações chinesas nesse ano manteve-se praticamente estável (em torno de 8%), indicando que a taxa de crescimento das compras externas chinesas das demais categorias de bens (essencialmente, manufaturas) continuou elevada e, em muitos casos, superior às das commodities. Esse é o caso, por exemplo, das importações de máquinas e equipamentos de transporte, cuja participação no total passou de 40,8% em 2000 para 46,7% em 2003.

Além do crescimento econômico doméstico – que prossegue elevado em 2003 (ver SEÇÃO I) –, outros fatores contribuem para explicar o aumento das importações de commodities agrícolas e metálicas pela China após 2001, dentre os quais seu ingresso na OMC em dezembro deste ano,⁴² o qual constitui uma mudança estrutural, com impactos significativos, ao menos num primeiro momento, sobre o comércio internacional (tanto de commodities quanto de bens industrializados), dado o peso deste país neste comércio: em 2001, a China era a sexta potência comercial, sendo responsável por 6,3% das exportações e 3,8% das importações mundiais; já em 2003, esse último percentual passou para 5,5%, tornando a China a terceira principal importadora

⁴² Vários estudos foram desenvolvidos com o objetivo de avaliar os impactos potenciais do ingresso da China na OMC sobre o comércio mundial. O principal foco desses estudos é a “ameaça” que o aumento das exportações chinesas de bens manufaturados (de menor custo e preço) representaria para a produção doméstica e, assim, para os empregos e as exportações dos países desenvolvidos e, principalmente, em desenvolvimento. Em relação aos efeitos deste ingresso sobre as importações chinesas, a previsão era de que os maiores beneficiários seriam os países desenvolvidos – principais fontes dessas importações – e, em seguida, os países do leste asiático. Já a África e a América Latina não seriam grandes beneficiárias. Ou seja, esses estudos não projetavam um impacto expressivo da liberalização comercial da China sobre as exportações de commodities, concentradas nos países em desenvolvimento. Ver Shafaeddin, S. M. *The impact of China's accession to WTO on the exports of developing countries*. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development, Jun. 2002. (Unctad Discussion Papers, n. 160); Li, Yuefen *China's accession to WTO: exaggerated fears?* Genebra: United Nations Conference on Trade and Development, Nov. 2002. (Unctad Discussion Papers, n. 165).

mundial (já sua participação nas exportações ficou praticamente estável, em 6%).⁴³

Para se tornar membro desta organização, após 15 anos de negociação, a China comprometeu-se a acelerar seu processo de liberalização comercial – em curso desde o início dos anos 80 – no período 2002-06, mediante a redução das barreiras tarifárias e não-tarifárias sobre bens e serviços importados, incluindo: no âmbito do setor agrícola, redução das tarifas simultaneamente à ampliação das quotas; no caso dos produtos industriais, redução das tarifas da média de 17% em 2001 para 8,9% em 2005, redução dos picos tarifários e supressão de todas as quotas e licenças de importação.⁴⁴

No âmbito das commodities agrícolas, a ampliação anual das quotas de importação até 2006 foi generalizada e expressiva (ver Tabela 3). Dada a escassez de terra arável e o aumento da demanda por alimentos e commodities agrícolas, em função do crescimento populacional, a redução da proteção do setor agrícola com a entrada na OMC impulsionou as importações desses bens.

Tabela 3

Liberalização comercial do setor agrícola

Produto	Quota em 2000	Taxa anual de crescimento 2002-06
Arroz	0,9	18,9
Trigo	1,2	7,2
Milho	0,3	12,5
Algodão	1,0	4,7
Lã	0,6	4,5
Óleo vegetal	5,5	13,3
Açúcar	0,4	5,0

Fonte: Shantong & Zan (2002).

⁴³ Há 20 anos atrás, essa participação era de somente 1%. Ver IMF. *World Economic Outlook*. Apr. 2004, chap. 2.

⁴⁴ O acordo de ingresso na OMC também envolveu a abertura do setor de serviços aos investimentos estrangeiros diretos (até então restritos a alguns setores industriais e imobiliário) e a assinatura do acordo de propriedade intelectual da OMC. Ver Lemoine. *La Chine dans l'économie mondiale*. *Économie Internationale*, v. 4, n. 92, p. 5-10, 2002.

Tabela 4
Estrutura das importações e das tarifas em 2001
Commodities selecionadas

Commodities	Importações ordinárias/total	Importações das maquiladoras/total	Tarifa nominal	Tarifa coletada
Metálicas				
Minério de ferro	43,0	57,0	0,0	0,0
Minérios não-ferrosos	37,0	63,0	0,0	0,0
Outros minérios	36,0	64,0	2,9	0,9
Produtos metálicos	20,0	80,0	13,1	2,4
Ferro e aço	28,0	72,0	8,1	2,0
Metais não-ferrosos	14,0	86,0	7,1	0,9
Agrícolas				
Óleo vegetal	46,0	54,0	17,0	5,3
Alimentos processados	18,0	82,0	23,2	3,7
Outras				
Borracha e plásticos	12,0	88,0	19,8	2,0
Materiais de construção	20,0	80,0	20,8	3,6

Fonte: Matriz de Contas Sociais Chinesas. In: Shantong & Zan (2002).

Ademais, a redução das tarifas sobre as importações de óleo vegetal e alimentos processados destinadas a consumo interno (que eram elevadas até então) atuou no mesmo sentido⁴⁵ (ver Tabela 4). Também vale mencionar o aumento expressivo das importações de soja – de 3,8 milhões de toneladas em 1998-99 para 11,1 milhões em 2000-01, impulsionado pela quebra da safra chinesa no verão de 2001.⁴⁶

No caso das importações de ferro e de aço – que aumentaram expressivamente em 2001/2002 (ver Gráfico 8) – a redução das tarifas também deve ter impulsionado as importações destinadas ao consumo interno (denominadas importações ordinárias), já que esses bens eram tarifados, ao contrário do minério-de-ferro (ver Tabela 4). Contudo, esse aumento também deve estar relacionado à crise energética neste país, que certamente deslocou a demanda de importações em direção às commodities metálicas processadas, cuja produção é mais intensiva em energia.

Em relação às demais commodities metálicas, os efeitos da liberalização comercial após 2002 não devem ter sido tão expressivos. Isto porque, apesar das tarifas nominais serem elevadas para alguns bens até 2001 (ver Tabela 4), estas incidiam somente sobre as importações ordinárias, cuja participação no total é pequena. A maior parte das compras externas desses bens é realizada pelas empresas “maquiladoras” envolvidas na produção destinada à exportação (o chamado comércio “*d’assemblage*”), as quais usufruíam e ainda usufruem preferências tarifárias no âmbito de um regime aduaneiro especial. Aliás, é a existência de dois regimes aduaneiros – aquele que incide sobre as importações destinadas ao mercado interno e aquele que rege as importações de bens destinados a mercado externo após sua transformação e/ou montagem na China (Dées, 2002)⁴⁷ – que explica a diferença entre as tarifas nominais e as efetivamente coletadas.⁴⁸

⁴⁵ Shafaeddin (2002) previu um efeito positivo da liberalização comercial chinesa sobre as exportações de alimentos da América Latina.

⁴⁶ Ver Unctad; Cyclope. *World Commodity Survey* 2004-05. 2003.

⁴⁷ Ver Dées, Stéphane. *Competitivité-prix et hétérogénéité des échanges extérieurs chinois*. *Economie Internationale*, v. 4, n. 92, p.41-66, 2002.

⁴⁸ O nível médio de tarifas aduaneiras passou de 41,3% em 1992 para 16,8% em 1998-2001, mas as exceções tarifárias, que beneficiam as importações “*d’assemblage*” continuaram importantes (Lemoine & Ünal-Kesenci, 2002). O ingresso na OMC não significou a unificação dos dois regimes tarifários existentes, mas a redução progressiva das diferenças entre eles.

No âmbito do comércio “d’assemblage”,⁴⁹ predominam as filiais das empresas transnacionais (japonesas, dos NICs de primeira geração⁵⁰ e americanas) instaladas na China, cuja participação neste comércio passou de 56% em 1994 para 75% em 2000. Ou seja, a dinâmica das importações chinesas de commodities metálicas, para uso industrial, subordina-se, em grande parte, às estratégias das matrizes que lideram as redes de produção regionais e globais – responsáveis pela parcela mais dinâmica do comércio exterior –, as quais envolvem um volume elevado de importações de peças e componentes, bem como de matérias-primas.

Vale ressaltar que as empresas “maquiladoras” dominam a maior parte das importações chinesas e não somente as de commodities. Suas compras externas cresceram a taxas muito mais elevadas do que as importações voltadas para o mercado interno ao longo da década de 90, atingindo uma participação de quase 50% no total das importações em 1999.⁵¹ Em 2002, o crescimento de 21% das importações continuou sendo determinado muito mais pela demanda das empresas exportadoras (30%)⁵² do

que do mercado interno (14%) (Lemoine & Ünal-Kesenci, 2002).⁵³

Em suma, um conjunto de fatores conjunturais e estruturais explica o crescimento das importações chinesas de commodities, o qual pressionou os preços desses bens cuja oferta no curto prazo é relativamente inelástica. Alguns desses fatores – como o ingresso da China na OMC e o processo de industrialização e urbanização em curso, que pressionou a própria oferta interna de recursos naturais – devem contribuir para sustentar as importações deste país num patamar mais elevado no médio prazo. Contudo, eles não implicam repetição por vários anos de taxas de crescimento tão elevadas dessas importações. Ademais, as compras externas de um amplo e diversificado espectro de commodities pela China estão subordinadas às estratégias das empresas transnacionais americanas, japonesas etc, cujas decisões de produção e exportação são condicionadas, em última instância, pela conjuntura macroeconômica mundial. Retomaremos essas questões nas considerações finais.

Considerações finais

A análise realizada nas seções precedentes sugere que a alta dos preços das commodities está associada a uma sobreposição de fatores – recuperação econômica global; desvalorização do dólar; bolha especulativa fomentada pelas taxas de juros baixas; crescimento econômico da China –

⁴⁹ Esse comércio intrafirma explica, em grande parte, o alto peso das exportações e importações no PIB da China (23% e 21%, respectivamente, em 2000), um país de dimensões continentais. Em 1980, a participação das exportações no PIB era de somente 6%. Sobre a evolução das exportações chinesas desde então, ver Lemoine, F.; Kesenci-Ünal, D. Chine: spécialisation internationale et rattrapage technologique. *Économie Internationale*, v. 4, n. 92, p.11-40, 2002.

⁵⁰ Além do Japão, os NICs (New Industrialized Countries) de primeira geração - Coréia do Sul, Taiwan, Cingapura e Hong Kong – também transferiram as etapas finais do seu processo produtivo mais intensivas em trabalho não-qualificado (essencialmente, as fases de montagem), a partir do final dos anos 80, para os países da região que ofereciam mão-de-obra mais barata, como a China e os chamados NICs de segunda geração (Tailândia, Malásia, Indonésia e Filipinas). Já o Japão e os NICs de primeira geração produzem e exportam as peças e componentes de maior conteúdo tecnológico. Sobre a dinâmica das redes de produção regionais do leste e sudeste da Ásia ver Unctad (2002).

⁵¹ Nesse ano, essas importações provieram principalmente do Japão e dos NICs de primeira geração – 11% e 19%, respectivamente.

⁵² Do total das importações chinesas, uma porcentagem superior à 40% é reexportada.

⁵³ A divergência na evolução dos dois tipos de comércio intensifica-se após a crise asiática de 1997/98 – que afetou mais a demanda por produtos originalmente chineses – resultando em aumento do peso do comércio de montagem, cujo saldo não foi muito afetado pela crise (Déés, 2002). O estudo desta autora mostra uma maior sensibilidade do comércio ordinário às variações de preço relativo e à demanda mundial, relativamente ao comércio dominado pelas montadoras. Déés (2002) também estima o impacto de uma apreciação real da taxa de câmbio chinesa, que seria supostamente provocada pelo seu ingresso na OMC. A conclusão é que o principal beneficiário seria o comércio de montagem, menos sensível às variações de preço relativo, e que usufruiria importações mais baratas e menores custos salariais. Já o comércio ordinário sofreria maior impacto da concorrência estrangeira.

cuja importância relativa é de difícil dimensionamento. Ao que tudo indica, a singularidade do ciclo atual reside exatamente nesta sobreposição. Por exemplo, os impactos do aumento da demanda chinesa por commodities não teriam sido tão intensos numa situação de estagnação econômica global, da mesma forma que a emergência de uma bolha especulativa nos mercados futuros desses bens seria menos provável num contexto de taxas de juros básicas mais elevadas nos países centrais.

Essa sobreposição de fatores – alguns de natureza mais estrutural, outros conjunturais –, que têm até o momento se auto-reforçado, torna ainda mais difícil avaliar a sustentabilidade desta trajetória altista. Alguns analistas (Roach, 2004; *The Economist*, 2004a) têm chamado atenção para as semelhanças entre o contexto atual e aquele de dez anos atrás, quando dois desses fatores também se sobrepuseram – a retomada do nível de atividade nos Estados Unidos, após um período recessivo e o sobreaquecimento da economia chinesa –, com repercussões sobre o mercado de commodities, o qual ensaiou uma recuperação de preços. Contudo, como ressaltado no item 3, naquele momento somente os preços no mercado à vista aumentaram de forma significativa, enquanto as cotações futuras “andaram atrás”, refletindo as expectativas pessimistas dos agentes em relação à sustentabilidade daquela recuperação.

Ao lado das semelhanças, existem importantes diferenças entre os dois momentos. Em primeiro lugar, o peso econômico da China na economia mundial e seu grau de integração hoje são muito maiores. Como resalta o IMF (2004), apesar das taxas de crescimento desse país e de seu comércio exterior serem parecidas com as observadas na maior parte dos países asiáticos (Japão e NICs) em etapas semelhantes de integração, a emergência e consolidação da China enquanto potência econômica em âmbito mundial provavelmente representará um “choque” muito

mais expressivo sobre a oferta global de bens e fatores, com efeitos heterogêneos sobre os diferentes mercados e países.⁵⁴

O estudo realizado pelo IMF (2004)⁵⁵ estima impactos positivos desse processo sobre a demanda de alimentos e matérias-primas e, assim, sobre os termos de troca dos países em desenvolvimento exportadores desses bens, como África, Oriente Médio e América Latina. Ou seja, o efeito-China pode resultar numa mudança de patamar dos preços relativos das commodities. Todavia, essa mudança não exclui a possibilidade de que esses preços retomem a tendência histórica de deterioração a partir de um patamar mais elevado.

Por um lado, é importante fazer algumas ressalvas sobre o impacto da integração comercial da China sobre o comércio internacional e, especificamente, sobre o mercado internacional de commodities: o impacto da liberalização comercial é, em grande parte, “*once and for all*”, e, assim, deve se diluir no médio e longo prazo; o próprio processo de desenvolvimento resultará numa menor elasticidade-renda da demanda chinesa por esses bens; vários analistas (como Roach e o *Economist*) têm advertido sobre a insustentabilidade da taxa de crescimento atual da China (ver SEÇÃO I), sendo que os setores com excesso de capacidade e queda da eficiência do investimento são exatamente aqueles intensivos em commodities metálicas (metalurgia, automobilística, construção civil); finalmente, dada a concentração das compras externas de commodities nas filiais das empresas

⁵⁴ Sobre as possíveis implicações da emergência da China enquanto potência econômica sobre a economia mundial nas próximas décadas, ver também: Li, M. *The rise of China and the demise of the capitalist world-economy: exploring historical possibilities in the 21st century*. Department of Political Science, York University, Nov. 2003.

⁵⁵ No capítulo 2 do *World Economic Outlook* de abril há uma estimativa do impacto do crescimento chinês até 2020 sobre o comércio internacional, tanto do ponto de vista dos termos de troca quanto dos fluxos de comércio. A análise baseia-se no modelo denominado *Global Trade Analysis Project* (GTAP).

transnacionais instaladas neste país, pode-se deduzir que o *boom* de importações chinesas desses bens também está associado à recuperação econômica sincronizada dos países centrais e do sudeste asiático e ao patamar extremamente baixo das taxas de juros básicas que, como mencionado, estimula a formação de estoques, seja para fins produtivos, seja para especulação.

Por outro lado, dois dos fatores subjacentes à tendência histórica de deterioração dos termos de troca mencionados no item 1 continuam presentes: as diferenças nas elasticidades-renda da demanda por commodities e bens manufaturados e o protecionismo agrícola nos países centrais. Enquanto o primeiro tem uma natureza estrutural, são bastante incertos os desdobramentos da rodada atual da OMC (Rodada de Doha) em termos de redução desse protecionismo, diante dos conflitos de interesse envolvidos.

Uma segunda diferença do contexto atual relativamente àquele de dez anos atrás refere-se à mudança na estrutura de mercado de várias commodities (também mencionada no item 1), qual seja, a concentração da produção e/ou da comercialização em poucos oligopólios, que resulta na capacidade de racionar quantidade e, assim, formar preços, o que deve contribuir para atenuar a queda dos preços num contexto de reversão cíclica da economia global. Contudo, é impossível dimensionar sua capacidade de compensar as demais tendências de longo prazo.

Já a terceira especificidade tem uma natureza conjuntural, mas nem por isso menos relevante na trajetória recente dos preços das commodities: a dinâmica dos mercados futuros de commodities, cujas cotações estão “coladas” nos preços à vista. Essa sincronia entre os dois mercados decorre tanto da aposta dos agentes numa alta mais duradoura (ancorada, principalmente, no efeito-China), quanto das operações especulativas dos fundos de

investimentos associadas à combinação atual dos preços-chave da economia internacional, essencialmente, ao patamar historicamente baixo da taxa de juros básica nos Estados Unidos.

O fôlego dessa conjuntura macroeconômica global, por sua vez, é bastante incerto diante dos vários riscos envolvidos (ver SEÇÃO I). A própria alta dos preços das commodities constitui um desses riscos, devido aos seus potenciais efeitos inflacionários (que, por sinal, já estão se manifestando), os quais podem induzir uma mudança na política monetária norte-americana, isto é, uma alta da taxa de juros básica pelo Fed. Esta alta não somente estouraria a bolha especulativa no mercado de commodities (bem como as demais bolhas que convivem atualmente – dos mercados de bônus, imobiliário e de ações), como resultaria numa desova de estoques, com efeitos depressivos sobre os preços. Mais uma vez, vale recorrer à história: a fase ascendente do ciclo dos anos 70 reverteu-se quando o choque de juros promovido pelo FED em 1979 encareceu o custo de carregamento de estoques de commodities. Ademais, uma valorização do dólar, associada à elevação dos juros, também desestimularia a “demanda produtiva” dos países europeus e do Japão.

Finalmente, mesmo que essa alta não se concretize, uma mudança súbita nas expectativas dos investidores – inerente à dinâmica dos mercados financeiros (ver SEÇÃO II) – pode desinflar a bolha de commodities, interrompendo o círculo vicioso de alta nos mercados futuro e à vista. Ademais, o estouro da bolha também pode ser provocado pela dinâmica dos mercados à vista: preços elevados tanto estimulam o aumento da produção quanto deprimem a demanda, o que pode resultar, num segundo momento, em deflação. Nas palavras da *The Economist* (2004): “*every bull market contains the seeds of its destruction*”.