Preço das *commodities*

Eram picos históricos?

Felippe Serigati*

DEVIDO À redução do ritmo de crescimento das economias emergentes, os preços internacionais de diversas *commodities* agrícolas têm caído desde 2011, ano em que atingiram seu pico histórico. Esta afirmação, embora amplamente difundida entre os agentes do universo agro, reproduz dois equívocos que precisam ser corrigidos:

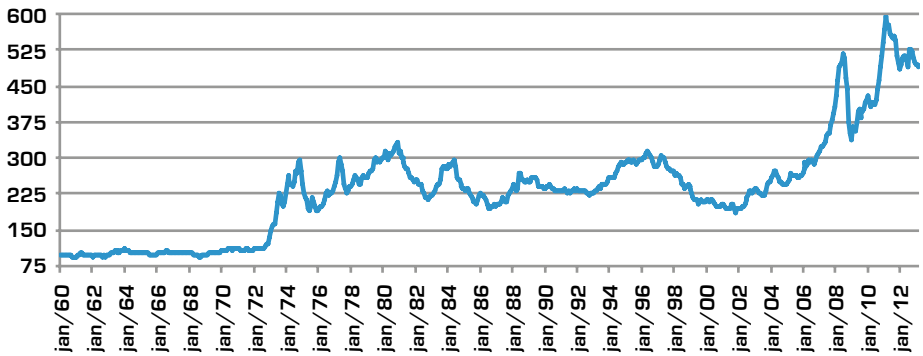
• a redução no ritmo de crescimento das economias emergentes é apenas um dos fatores que explicam a queda do preço internacional das *commodities*;

• o nível dos preços registrado no primeiro semestre de 2011 não representou um pico histórico, pelo menos não em termos reais.

Queda no preço das *commodities*: muito além das economias emergentes

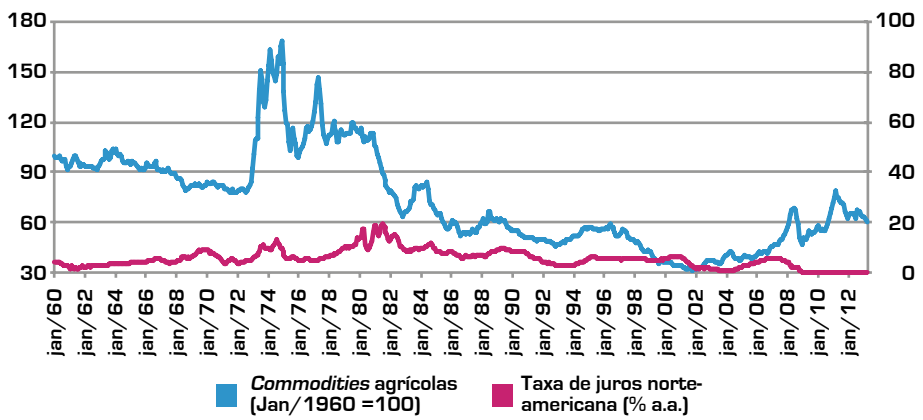
Para entender por que o preço internacional de diversas *commodities* tem caído desde 2011, é necessário ter claro por que estas cotações subiram fortemente até aquele ano. Além do crescimento das economias emergentes, que aumentou a demanda pelas *commodities* agrícolas, é fundamental também considerar o excesso de liquidez nos mercados financeiros internacionais.

Índice de preços das *commodities* agrícolas (valores nominais)



Fonte: FMI

Índice de preços das *commodities* agrícolas deflacionado (CPI) *vs.* taxa de juros dos EUA (% a.a.)



Fonte: FMI e Federal Reserve

Nesse caso, excesso de liquidez significa um volume muito grande de dólares em circulação. Estes dólares foram despejados nos mercados pelos Bancos Centrais dos países mais desenvolvidos, com especial destaque para o FED (o Banco Central dos Estados Unidos), para salvar os seus respectivos sistemas financeiros, que entraram em colapso a partir de 2008. Este excesso de dólar no mercado elevou as cotações das *commodities* por dois canais principais:

• Migração de recursos: após a crise, ativos financeiros mais tradicionais tornaram-se menos atraentes, pois seu retorno esperado ficou mais incerto, aumentando o risco associado a este tipo de investimento. Dessa forma, parte significativa dos dólares liberados pelos Bancos Centrais acabou encontrando melhores oportunidades de valorização em ativos cujo retorno está associado aos movimentos dos preços das *commodities* agrícolas. Como a demanda por estes ativos ficou maior, seu preço também se elevou. Como as cotações nos mercados de futuros participam da formação dos preços nos mercados físicos, esse excesso de liquidez acabou puxando para cima as cotações de quase todas as *commodities*.

• Perda de valor do dólar: assim como acontece com qualquer outro bem, quanto maior a quantidade ofertada, menor tende a ser o preço. Como os Bancos Centrais despejaram volumes muito grandes de dólar no mercado, esta moeda ficou mais barata. Isso explica porque a taxa de câmbio de quase todos os países entrou em uma trajetória de apreciação após 2009. Como as cotações das *commodities* são precificadas em dólar, uma vez que esta moeda perca valor, é necessário reajustar para cima o preço de todos os bens mensu-

rados por ela para que preservem seu valor "real".

O crescimento dos Estados Unidos está mudando esse cenário, que, por sua vez, está deixando de ser tão favorável para as *commodities* agrícolas:

• os ativos tradicionalmente financeiros estão voltando a ficar mais atraentes (basta ver o desempenho da Bolsa de Nova York), desinflando as cotações das *commodities*;

• conforme a economia norte-americana cresce, atrai mais dólares, reduzindo a liquidez nos mercados internacionais. O dólar fica mais forte, contribuindo ainda mais para desinflar o preço dessas *commodities*.

Preços de 2011: em termos reais, não eram picos históricos

O principal erro ao afirmar que os preços das *commodities* agrícolas atingiram picos históricos em 2011 é não descontar o efeito da inflação. Ou seja, os preços destas *commodities* não subiram apenas porque elas ficaram mais "caras", mas porque, ao longo do tempo, a inflação foi corroendo o valor do dólar, a moeda utilizada para precificar praticamente todas as cotações internacionais.

Ao descontar o efeito da inflação do dólar sobre estes preços, fica claro que:

• O pico atingido em 2011 não representa o maior nível de preços, em termos reais, que as *commodities* agrícolas já registraram. Embora, os preços de 2011 representem o maior patamar dos últimos vinte anos, eles ainda são significativamente inferiores aos preços reais observados no final dos anos 70.

• No longo prazo, os preços das *commodities* agrícolas têm uma tendência de queda. Embora possa haver períodos em que as cotações tenham uma tendência de alta, estes representam apenas ciclos temporários em que as cotações fogem da sua trajetória de longo prazo.

A tendência dos preços reais das *commodities* agrícolas é de queda no longo prazo

A mensagem, aqui, é simples: no longo prazo e em termos reais, isto é, descontando a inflação, os preços das *commodities* agrícolas têm uma tendência de queda. Como o produtor não consegue determinar a que preço ele venderá seu produto, o único meio que ele tem para aumentar a sua margem de lucro é reduzindo o seu custo de produção por unidade. Para reduzir o seu custo de produção, ele tem que se tornar mais produtivo, por exemplo, adotando pacotes tecnológicos mais eficientes. Todavia, como tecnologia e inovação nos mercados agrícolas disseminam-se de forma mais rápida do que em outros setores, em poucas safras, uma fração significativa de produtores já terá incorporado esse pacote mais eficiente, ampliando a produção e empurrando o preço para baixo.

Os ciclos de alta dos preços agrícolas surgem devido a um aumento de demanda. Porém, uma demanda aquecida fará com que os produtores aumentem sua produção, seja aumentando a área plantada, seja aumentando a produtividade das áreas produtoras. De qualquer forma, a oferta irá aumentar, reduzindo paulatinamente o excesso de demanda, até que os preços retomem sua trajetória de longo prazo. Caso os produtores queiram recuperar a margem de lucro, eles terão que investir em ganhos de produtividade. Mas, isso fará a oferta aumentar ainda mais, empurrando o preço para baixo novamente. ■

Os picos dos anos 70 têm muito a ensinar

A situação dos preços macroeconômicos no final dos anos 70 e nos dias de hoje guardam muitas semelhanças. Estas semelhanças podem trazer importantes reflexões. Os anos 70 também presenciaram uma conjuntura favorável à elevação dos preços das *commodities*:

• O aparecimento de economias emergentes: enquanto os últimos vinte anos foram marcados pela emergência da economia chinesa, a década de 70 testemunhou o crescimento robusto das economias latino-americanas (Brasil, México etc.) e do leste asiático (Coreia do Sul).

• Longo período de baixas taxas de juros: assim como na década passada, a taxa de juros dos títulos da dívida norte-americana também permaneceu em patamares muito baixos ao longo da primeira metade dos anos 70.

• Excesso de liquidez: ao longo dos anos 70, devido aos elevados gastos públicos (militares, sociais e correntes) do governo norte-americano, o mundo também foi inundado de dólares.

Um grande marco da virada dessa conjuntura favorável para as *commodities* agrícolas foi a elevação da taxa de juros norte-americana. Na ocasião, a economia norte-americana estava operando com uma inflação acima dos seus patamares históricos, e foi necessário um choque de juros para revertê-la a níveis mais confortáveis. Este aumento de juros:

• derrubou a cotação das *commodities* agrícolas, pois houve migração de recursos para os títulos públicos da dívida norte-americana; e

• desvalorizou a taxa de câmbio dos países emergentes.

Embora com intensidade menor, é exatamente esse processo que está acontecendo atualmente: as economias emergentes estão desacelerando, e os Estados Unidos estão anunciando que, se sua economia continuar evoluindo, sua taxa de juros irá subir ao final deste ano. Em outras palavras, será o fim do período de crédito internacional barato.

Para o setor agro, isso gera duas implicações: se, por um lado, as *commodities* agrícolas apresentarão tendência de queda; por outro, as taxas de câmbio dos países emergentes (incluído o Brasil) ficarão mais depreciadas. Esse cenário pode não ser tão ruim, pois a perda provocada pela queda no preço das *commodities* pode ser, ao menos em parte, compensada pelo câmbio mais favorável.

*Doutorando em Economia pela FGV/EESP e pesquisador do GV Agro (felippeserigati@gmail.com)