Commodities agrícolas

ONDE ESTAMOS NO CICLO ATUAL?

Felippe Serigati[1] Roberta Possamai[2]

ASSIM COMO a economia, os preços das *commodities* também têm comportamentos cíclicos. Após um período em que os preços crescem de forma acentuada, geralmente, segue-se uma fase em que os preços passam por um ajuste, seja sob a forma de desaceleração, seja por quedas sucessivas. Embora não seja possível afirmar se estamos no meio ou no final do ciclo atual, há evidências empíricas contundentes de que o pico de alta já ficou para trás.

Ciclos econômicos e das *commodities*

Da mesma forma que nenhuma economia cresce de forma ininterrupta, nenhuma estaciona em estado permanente de recessão. Períodos de fartura são precedidos e procedidos por períodos de vacas magras. Esse comportamento cíclico também é observado nos preços das *commodities*, sejam elas energéticas, minerais, metálicas ou agrícolas. Na verdade, os ciclos econômicos e das *commodities* estão intimamente conectados por pelo menos dois canais principais:

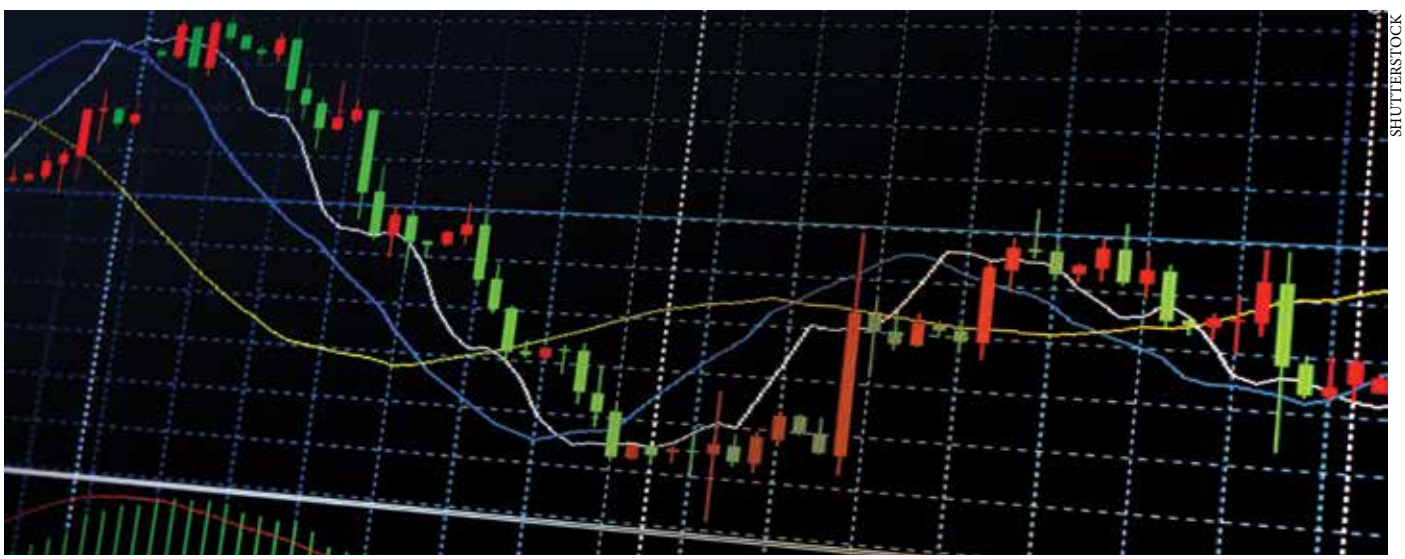
- descompasso entre oferta e demanda nos mercados físicos; e
- relação inversa entre o retorno dos títulos, notadamente públicos, e o dos ativos associados ao comportamento dos preços das *commodities*.

Antes de prosseguir, é importante deixar claro que, ao tratar de ciclos aqui, não estamos abordando flutuações sazonais, tão comuns entre, por exemplo, as *commodities* agrícolas. Ciclos são movimentos relativamente regulares que se repetem no decorrer de longos períodos – de acordo com os economistas Bilge Erten e José Antônio Ocampo, algo entre trinta e quarenta anos.

Descompasso entre oferta e demanda

Geralmente, quando a economia cresce, a renda aumenta e a demanda por *commodities* fica mais aquecida. Apesar do preço maior, os ofertantes de *commodities* conseguem responder a esse choque de demanda somente com certa defasagem. Para tornar isso claro, basta lembrar o tempo necessário para encontrar novas jazidas de minérios e poços de petróleo ou para expandir a produtividade das terras agrícolas disponíveis. Além de encontrar novas fontes de recursos, o desenvolvimento da tecnologia necessária para torná-las comercialmente viáveis também requer tempo e capital. Ou seja, somente quando os produtores conseguirem aumentar a quantidade ofertada, e isso requer tempo, é que os preços elevados devido do choque de demanda começarão a desacelerar.

Todavia, a demanda não permanecerá em expansão de forma ininterrupta; haverá um ponto de inflexão no qual o ciclo de crescimento perderá fôlego, reduzindo a expansão da renda e, por consequência, também a da demanda. Essa situação levaria naturalmente a uma acomodação dos preços, porém, como o mercado já conta com novas minas, jazidas ou áreas produtivas, a redução da oferta não acompanhará na mesma intensidade a desaceleração da demanda. Resultado: a fase de alta do ciclo termina e os preços entram em trajetória de intensa desaceleração ou de queda. Esse período de vacas magras terá seu



SHUTTERSTOCK

fim somente quando houver algum novo choque de demanda.

Ainda sobre a relação entre ciclos econômicos e das *commodities*, é curioso notar que, pela literatura, é a dinâmica da economia que condiciona os ciclos das *commodities*, com exceção do petróleo; neste caso, são os ciclos do mercado do petróleo que precedem os ciclos da economia mundial.

Conexão pela atratividade dos ativos financeiros

Os movimentos dos ciclos econômicos influenciam os ciclos das *commodities* não apenas pelos mercados físicos, mas também pelo lado financeiro. O início dos períodos de expansão dos ciclos econômicos, geralmente, está associado a taxas de juros mais baixas – provavelmente, servindo justamente de estímulo para aquecer a demanda e puxar a economia. Com taxas de juros mais baixas, o retorno dos títulos públicos passa a ser menos atraente e os investidores migram uma fração maior dos seus recursos para outros ativos, como ações e aqueles associados aos preços das *commodities*. A perspectiva de que a demanda vai crescer, geralmente, torna esses ativos oportunidades interessantes de investimento. Como a demanda por esses papéis aumenta, os preços dos ativos de ambas as classes (ações e *commodities*) tendem a subir.

Naturalmente, essas fases de bonança não duram para sempre. Longos períodos de demanda aquecida são, usualmente, seguidos por uma inflação maior. Geralmente, a partir do momento em que a inflação passa a corroer uma fração crescente do valor dos ativos e do poder de compra dos salários, as autoridades monetárias passam a intervir, elevando a taxa de juros para esfriar a demanda. Com uma taxa de juros maior, além da perspectiva de a economia crescer menos, há o movimento inverso: uma migração de recursos alocados em ações e em ativos associados às *commodities* agrícolas procurando melhor relação risco/retorno em títulos públicos. Esta migração é um sinal de que o período de expansão dos preços das *commodities* logo chegará ao fim.

Já estamos na fase descendente do ciclo atual?

Esta é uma pergunta difícil de responder, mas um estudo do economista David S. Jacks, da Simon Fraser University, pode jogar luz nessa questão. A partir de longas séries de preços históricos (de 1850 até 2012), ele estimou a duração dos ciclos para diversas *commodities* de todas as classes, isto é, minerais, metálicas, energéticas e agrícolas. A partir desses resultados, é possível concluir que:

ESTIMATIVAS PARA OS CICLOS DAS *COMMODITIES* AGRÍCOLAS

Commodity	Ciclos			Anos até o pico	Duração do ciclo
	Início	Pico	Fim		
Produtos animais					
Carne bovina	1890	1916	1929	26	39
	1929	1940	1953	11	24
	1953	1968	1999	15	46
	1999	2011	–	12	–
Grãos					
Arroz	1891	1907	1936	16	45
	1960	1974	1999	14	39
	1999	2008	–	9	–
Milho	1897	1913	1933	16	36
	1933	1949	1962	16	29
	1962	1976	2002	14	40
	2002	2012	–	10	–
Trigo	1893	1915	1934	22	41
	1933	1950	1963	17	30
	1963	1978	2000	15	37
	2000	2008	–	8	–
Soft commodities					
Açúcar	1901	1917	1933	16	32
	1933	1949	1962	16	29
	1962	1976	2002	14	40
	2002	2011	–	9	–
Algodão	1894	1914	1936	20	42
	1936	1950	1962	14	26
	1962	1976	2001	14	39
	2001	2011	–	10	–
Borracha	1893	1911	1929	18	36
	1929	1953	1971	24	42
	1998	2011	–	13	–
Cacau	1892	1908	1937	16	45
	1937	1952	1966	15	29
	1966	1979	1995	13	29
	1995	2010	–	15	–
Café	1865	1890	1903	25	38
	1903	1918	1940	15	37
	1940	1954	1966	14	26
	1966	1979	2000	13	34
	2000	2011	–	11	–

Fonte: David. S. Jacks, From Boom to Bust: a Typology of Real Commodity Prices in the Long Run (2013)

• Embora o mercado de cada *commodity* possua uma dinâmica própria, seus ciclos seguem os da economia mundial e, portanto, têm uma duração bastante parecida;

• Embora não esteja claro se a duração de cada ciclo tem sido cada vez menor, há fortes evidências de que o pico tem sido alcançado cada vez mais rápido. Em outras palavras, os ciclos têm sido caracterizados por preços crescendo de forma cada vez mais acelerada nas fases de bonança e levando mais tempo para voltar à trajetória de equilíbrio de longo prazo (leiam-se períodos relativamente mais longos de desaceleração ou queda);

• Apesar de todos períodos de vacas magras serem seguidos por uma fase de bonança, os preços reais das *commodities* agrícolas (isto é, os preços descontados da perda do poder de compra do dólar) seguem uma inequívoca tendência de queda no longo prazo;

• Os picos do ciclo atual variam para as diversas *commodities* agrícolas, porém todos aconteceram entre 2008 e 2012;

• Se o ciclo atual seguir o padrão observado historicamente, os picos de 2008 a 2012 aconteceram pouco antes (em média onze anos após o início do ciclo de alta) dos picos do ciclo anterior (em média, quinze anos), o que significa que, provavelmente, já tenhamos entrado na fase descendente para diversas *commodities* agrícolas;

• Essa conclusão também encontra respaldo se considerarmos que a economia mundial presenciou um crescimento acelerado na década passada e que não há perspectivas de que algo semelhante possa vir a ocorrer no curto e no médio prazos;

• Outra evidência é que, entre 2015 e 2016, provavelmente, teremos o final de um longo período de taxas de juros baixas e de excesso de liquidez no mercado internacional. Essa combinação de baixa taxa de juros e excesso de liquidez tem tornado o preço de diversos ativos excessivamente alto, diminuindo sua perspectiva de retorno e abrindo espaço para o questionamento da existência de possíveis bolhas. ■



SHUTTERSTOCK

Bolhas por todos os lados?

A formação de uma "bolha" dá-se quando o preço de um ativo expande-se de forma extremamente rápida, não refletindo os fundamentos econômicos (as perspectivas para o equilíbrio envolvendo a oferta e a demanda). É dito que uma bolha estoura quando os agentes deixam de aceitar o valor pelo qual o ativo está sendo transacionado, geralmente fazendo seu preço cair subitamente. Isso ocorreu várias vezes na econômica mundial, como, por exemplo, no final da década de 1990, na chamada bolha das "pontocom" (empresas de tecnologia) e, em 2008, com o estouro da bolha imobiliária norte-americana, cujos impactos ainda não foram completamente digeridos.

Atualmente, tem-se observado um fenômeno distinto. Enquanto, tradicionalmente, as bolhas eram restritas a poucos ativos e em mercados bem delimitados, hoje, há a sensação de que todos os ativos estão caros quando comparados a seus preços históricos. Isso vai desde títulos da dívida da Espanha até imóveis em Nova York ou em alguns países emergentes, passando por terras agrícolas em Iowa (EUA). Como observou Neil Irwin, do jornal New York Times, até a Grécia conseguiu emitir títulos a juros favoráveis no início do ano.

A razão por trás disso é justamente a combinação de excesso de liquidez, ou seja, muito "dólar" emitido pelos bancos centrais nas mãos dos investidores, e poucos ativos com retorno realmente atraente sobrando no mercado, uma vez que os papéis de menor risco, como títulos públicos de economias sólidas, têm oferecido um retorno muito baixo (em termos reais, retorno negativo), devido às baixíssimas taxas de juros. Enfim, dado que os investidores estão captando recursos a um custo muito baixo, há forte demanda por quase todas as classes de ativos, o que faz com que seus preços subam, mesmo que de forma descolada dos fundamentos. Quando esses desequilíbrios começarão a ser corrigidos? Provavelmente, quando a taxa de juros norte-americana começar a subir. Então, descobriremos onde havia ou não uma bolha, mas, para alguns investidores, será tarde demais.

1 Doutor em Economia pela Escola de Economia de São Paulo (EESP/FGV), professor e pesquisador do Centro de Agronegócio da FGV (GV Agro) – felippeserigati@gmail.com
2 Economista pela Universidade de São Paulo (USP) – rc.possamai@gmail.com