

# A AÇÃO ESPECULATIVA DOS FUNDOS *HEDGE* E DE *COMMODITIES* NOS MERCADOS FUTUROS DE CACAU

Mário M. Amin<sup>1</sup>

**RESUMO:** O mercado internacional de cacau é o exemplo de um mercado caracterizado por um amplo processo especulativo. Grande parte desse processo é realizado pelos Fundos de *Hedge* e pelos Fundos de *Commodities*, cuja participação nos mercados futuros visando lucros em curto prazo, passa a alterar drasticamente a formação dos preços. Usando-se as informações disponíveis pela Commodities Futures Trading Commission – CFTC, e os relatórios publicados pela Coffee, Sugar and Cocoa Exchange Market – CSCE, o estudo analisa a participação e o nível de influência da atividade especulativa dos Fundos, na formação dos preços internacionais de cacau. Dos resultados se infere que os Fundos exerceram uma influência bastante significativa na determinação dos preços do cacau durante o período de 1997 a 2001. Os preços mostraram uma variação entre US\$ 700 e US\$ 1.800 a tonelada.

**PALAVRAS-CHAVE:** Mercados Futuros de cacau, Fundos de *Hedge*, Fundos de *Commodities*.

## 1 INTRODUÇÃO

Não existe no âmbito da economia mundial, um setor de negócios mais controversial, do que os mercados futuros. A controvérsia decorre da própria natureza das atividades que são realizadas nas Bolsas de futuros. Os mercados futuros são vistos, em geral, como peças fundamentais no processo de *risk mangament* através do *hedging*, assim como, no processo de *price discovery* das *commodities* (Schwager, 1984; Montezano, 1987; Forbes, 1991; Teixeira, 1992; Rotella, 1992; Edwards & Ma, 1992).

Existe, entretanto, por trás dessas duas funções básicas, uma figura muito criticada: a participação do especulador. Os especuladores são considerados indispensáveis nas operações a futuro (Hull, 2000; Williams, 1999; Alexander, 1992). A sua presença é vista como fundamental, uma vez que “... *eles assumem os riscos que outros (produtores, intermediários, e consumidores) tentam evitar, dando ao mercado a liquidez necessária à viabilização dos negócios. Ao assumir os riscos transferidos pelos hedgers, na expectativa de realizar lucros, apoiados em variações previstas de preços, os especuladores colaboram decisivamente para a criação de mercados líquidos...*” (BMF, 1986).

### Os Mercados Futuros e seus Participantes

As expectativas sobre a demanda e oferta das *commodities* têm um papel importante na definição dos preços. A situação social, política e econômica dos países produtores exercem, também, uma influência indireta. Existem, entretanto, algumas atividades diárias nos mercados futuros de Nova York, que têm um forte efeito na determinação dos preços internacionais das *commodities*. Dentre estas se destacam (Amin, 1995):

- ◆ compras/vendas das indústrias;
- ◆ *hedging* de produtores, exportadores, processadores e indústrias;
- ◆ liquidações especulativas em curto e longo prazos;

---

<sup>1</sup> Economista Agrícola, Ph.D. Professor Titular e Coordenador do Mestrado em Economia da Universidade da Amazônia – UNAMA, e Pesquisador da Ceplac/Supor, Belém, PA.

- ◆ compras/vendas especulativas dado a algum aumento/queda de preço em outras *commodities*;
- ◆ compra/venda especulativa dos Fundos;
- ◆ arbitragem de mercado;
- ◆ arbitragem cambial.

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

#### **- Hedgers**

Neste grupo podem ser incluídos produtores, *traders*, processadores, distribuidores, exportadores, importadores e indústrias. Teixeira (1992) define as atividades dos *hedgers* como “... *clientes ou usuários que buscam, através de operações de compra e venda a futuro, eliminar o risco de perdas decorrentes das variações de preços das commodities com que trabalham. A atividade econômica básica de um hedger consiste na produção, na distribuição, no processamento ou na estocagem do produto...*”.

#### **- Especuladores**

Este grupo é bastante amplo e mais ativo que os *hedgers*. Formam parte dele, pessoas físicas, corretoras, empresas, instituições filantrópicas e instituições educativas. Fazem parte, também, deste grupo, os poderosos Fundos, cuja participação no mercado é fator determinante no processo de definição dos preços internacionais. Os Fundos mais fortes e mais ativos nos mercados futuros são os Fundos de *Hedge* e os Fundos de *Commodities*. Em geral, este grupo é formado por agentes a procura de uma rápida diversificação do portfólio de aplicações financeiras.

Os especuladores, segundo Forbes (1991) são “... *os que, dependendo de suas previsões acerca dos movimentos dos preços futuros, ou compram ou vendem contratos futuros... o especulador quase nunca tem qualquer interesse em ser proprietário ou possuir a commodity física...*”. O Glossário de Investimentos editado pelo New York Stock Exchange Market –NYSE, esclarece que “... *a principal preocupação do especulador é aumentar seu capital, não sua receita de dividendos. Ele tanto pode comprar e vender no mesmo dia, quanto especular com um empreendimento de que não espere lucros durante muitos anos...*” (apud, Forbes, 1991).

#### **- Arbitragem**

Processo muito utilizado nos mercados futuros de moedas e derivativos, a *arbitragem* está presente, também, nos negócios realizados nos mercados futuros de *commodities*. A *arbitragem* é considerada como uma forma de especulação, uma vez que aproveita a diferença entre dois mercados ou ativos, para a realização de lucros. Schwager (1984) define *arbitragem* como “... *a compra e venda de produtos similares em dois mercados diferentes a fim de aproveitar a vantagem na diferença de preços...*”.

Teixeira (1992) comenta, também, que “... *o arbitrador colabora para uma eficiente formação do preço futuro, o que é fundamental para o funcionamento do mercado e a atuação do hedger...*”. Com relação ao *risk management* nas aplicações, Teixeira (1992, p: 26) explica que “... *as arbitragens geralmente apresentam níveis de risco menores do que a*

*especulação simples, pois as posições ficam de certa forma “travadas” em dois segmentos do mercado...”*.

### **Os Fundos e a sua Importância**

Grande parte dessa controvérsia nas operações de futuros é resultado da significativa parcela de participação do Fundos na chamada *redistribuição de risco* através das posições assumidas nos pregoes da Bolsa. A sua atividade especulativa chega a ser desaprovada pela forma de atuar nos mercados, bem como, pelos efeitos negativos que a sua participação exerce no desempenho do mercado e, especialmente, na formação dos preços internacionais das *commodities*.

A maioria dos textos especializados, entretanto, indica a presença e participação dos especuladores no mercado como “indispensável” para assumir os *riscos* do mercado (*hedgers*) e, mais importante ainda, para fornecer a *liquidez* necessária ao mercado, garantindo, assim, o processo de *price discovery* das diversas *commodities* negociadas nos mercados futuros.

Teixeira (1992), por exemplo, menciona que o especulador “... ao atuar ativamente no mercado, ele se torna a contraparte não só dos outros especuladores, mas também de *hedgers*, sejam de compra sejam de venda. Ao participar do mercado futuro, o especulador está chamando para si todo o risco de variação de preços, que por definição, pode lhe ser benéfico ou não. Esse lhe é transferido pelo *hedger*, que não deseja carrega-lo...”.

Edwards & Ma (1992) são mais firmes em sua opinião a respeito da função que os especuladores desempenham nos mercados futuros. Os autores enfatizam que “... *the charge that greater speculation increases risk premiums in futures markets by increasing price volatility does not appear to fit the facts...Speculators play a vital role in futures markets. Without them markets could not exist. Further, the more the speculative activity, the better futures markets perform their critical social functions of providing hedging and price discovery services. It is important, therefore, that speculators be encouraged to participate in futures markets...*”.

### **A Ação Especulativa dos Fundos**

Grande porcentagem dos preços internacionais é mais o resultado das atividades de troca de contratos futuros, entre um seleto grupo de Fundos (*large speculators*), do que o resultado das esperadas atividades produtivas e econômicas do próprio mercado. Esta posição fundamenta-se no acompanhamento, durante muitos anos, do comportamento dos preços futuros, bem como, nos comentários apresentados, na seção de Mercadorias da Gazeta Mercantil, sobre as cotações das *commodities* nas Bolsas Internacionais.

À guisa de exemplo citam-se alguns comentários recentemente publicados sobre a situação do mercado internacional de cacau, no Coffee, Sugar and Cocoa Exchange Market – CSCE, de Nova York:

- ◆ “... os contratos de cacau para entrega em maio foram negociados a US\$ 1.491 a tonelada, na Bolsa de Nova York, ligeiro recuo de 0,26% sobre o pregão anterior. O baixo volume de negócios e vendas especulativas derrubaram as cotações...” (Gazeta Mercantil, 05 de março, 2002).
- ◆ “... os contratos de cacau para entrega em maio fecharam a US\$ 1.524 a tonelada, em Nova York, ligeiro aumento de 0,19% sobre o pregão de quinta-feira. Os preços estão sustentados pelas compras de especuladores, tradings e pelas indústrias...” (Gazeta Mercantil, 11 de março, 2002).
- ◆ “... pelo terceiro pregão consecutivo os preços futuros de cacau caíram no mercado internacional.... venda de fundos e especuladores têm derrubado as

*cotações da amêndoa no pregão nova-iorquino...*” (Gazeta Mercantil, 20 de março, 2002).

Essas informações não são privilégio só do cacau. Comentários parecidos podem ser encontrados para outras *commodities* como café, açúcar, soja, suco de laranja, algodão, assim como para produtos minerais e petróleo. Produtos esses bastante representativos na pauta de exportação da maior parte dos países do terceiro mundo.

Edward & Ma (1992), analisando o volume de especulação, como porcentagem das posições abertas (*open interest*) em mercados futuros selecionados, em 1989, encontraram os seguintes resultados:

◆ mercado de suínos	80,9
◆ soja	54,1
◆ aveia	53,5
◆ trigo	51,9
◆ milho	47,9
◆ açúcar	35,9
◆ franco suíço	62,2
◆ yen japonês	53,3
◆ marco alemão	50,4
◆ óleo cru	38,1

A magnitude da especulação nos produtos agrícolas surpreende. Sendo a maior parte fonte de receita para muitos produtores, as discrepâncias incorporadas na formação do preço final nos mercados futuros, deve refletir, de certa forma, no nível da renda recebida pelos agricultores.

Integrante das atividades financeiras nos mercados futuros de Nova York -CSCE e Londres - LIFFE, o cacau é exposto, também, ao processo de *arbitragem* praticamente todos os dias. Dependendo do estado da economia dos Estados Unidos, o dólar se valoriza ou desvaloriza contra todas as outras moedas. Como existe uma estreita relação entre ambos os mercados, qualquer variação cambial, entre o dólar e a libra, tem um efeito imediato no volume de vendas e compras especulativas. A variação diária na cotação monetária se reflete, fortemente, na formação dos preços internacionais de cacau (Amin, 1995).

Atenção especial que deve ser dada ao impacto dos especuladores, na formação dos preços internacionais de cacau, decorre da alta participação que a produção e exportações de cacau representam para um grande número de países. A instabilidade incorporada na formação dos preços diários, pela atividade especulativa dos Fundos nos mercados futuros de Nova York, contribui somente para aumentar a incerteza em relação ao bem-estar dos produtores e ao futuro das economias dos países produtores de cacau.

## **As Distorções no Mercado Internacional de Cacau**

### **- A Instabilidade nos Preços Internacionais**

Em decorrência do processo especulativo, inerente ao próprio funcionamento dos mercados futuros, o cacau é considerado, entre todas as *commodities* negociadas, como o produto que apresenta o maior índice de instabilidade na formação dos preços internacionais.

Coppock, citado por Schutjer e Ayo (1967), ao analisar o mercado de *commodities* selecionadas, identificou o cacau como o produto apresentando o mais alto índice de instabilidade nos preços de exportação: 49,4%. Outros produtos como borracha, café e açúcar apresentaram índices de 46,2%, 25,3% e 25,0%, respectivamente.

O trabalho de Singh (1977) mostrou que os preços de cacau estão sujeitos às maiores variações que produtos como açúcar e óleo de soja. O cacau mostrou uma variação de 15,2%, enquanto que o açúcar e o óleo de soja apresentaram índices de 12,4% e 10,6%, respectivamente.

Herman (1983), em um estudo específico sobre a instabilidade dos preços no mercado internacional de cacau, verificou que, durante o período de 1960 a 1980, o Brasil teve o mais alto índice de instabilidade (28,7%), seguido por Nigéria (21,1%), Camarões (20,8%), Gana (20,7%) e Costa do marfim (19,4%).

Em geral, esses estudos identificam, como a causa principal pelos freqüentes “altos e baixos” dos preços internacionais, os problemas de caráter estrutural e conjuntural que afligem periodicamente as economias dos principais países produtores. Problemas esses que refletem, posteriormente, no volume disponível de cacau, no mercado internacional.

Outros autores têm associado, de forma mais direta, as flutuações dos preços internacionais de cacau, às atividades especulativas exercidas, nos mercados futuros, por *traders* mais especializados. La-Ayane (1970), estudando a relação existente entre o alto nível de volume trocado e a atividade especulativa encontrou “... *um incremento significativo no volume trocado durante 1960 a 1965, assim como, um aumento paralelo nos níveis de estoques no mesmo período. A causa mais importante para isto, foi o aumento no interesse especulativo...*”. Em suas conclusões, o autor passa a enfatizar que “... *o uso do mercado de futuros de cacau tem crescido desde 1954. A razão principal deste alto nível de atividade é decorrente do aumento no interesse especulativo...*”.

Weymar (1968), em extenso estudo sobre a Dinâmica do Mercado Mundial de Cacau, indica que as variações dos preços, em curto prazo, são conseqüência das ondas alternantes do “entusiasmo especulativo” com relação ao estado *bullish* ou *bearish* do mercado internacional de cacau. Weymar (1968, p: 175) ainda explica que “... *no curto prazo, os preços de cacau são também influenciados por fatores técnicos relacionados com a atividade especulativa nos Mercados de Nova York e Londres...*”.

Stern (1971), em artigo sobre o mercado futuro de moedas, mostra como a ação especulativa influencia significativamente o nível dos preços. Segundo o autor, os “especuladores de moedas”, querendo fugir do processo inflacionário, encontraram nos mercados de futuros um refúgio para seus investimentos especulativos. Esta mudança de opções, explica Stern, trouxe como resultado violentas flutuações nos preços das *commodities* e graves distorções para os mercados. O autor indica que *commodities* como açúcar, café, cacau e minérios como prata, cobre e ouro, foram sempre os preferidos para as aplicações especulativas.

Amin (1995), utilizando os preços diários da segunda posição cotada, no CSCE de Nova York, durante o período de 1964 a 1991, estimou através, do Modelo de Decomposição Sazonal X-11, a participação média dos componentes de sazonalidade, tendência/ciclo e irregular, como sendo de 5,24%, 25,6% e 62,68%, respectivamente. Foi possível se inferir que, dada à ausência de condições anormais e inesperadas na demanda e oferta de cacau no mercado internacional, durante o período analisado, grande parte do valor do componente irregular estimado, foi o resultado das atividades especulativas.

O esforço desses autores em quantificar a atividade especulativa dos Fundos de *Hedge* e dos Fundos de *Commodities*, nos mercados futuros de cacau, decorre da importância econômica e social que os preços internacionais representam para milhares de produtores na África, Ásia e América Latina.

#### - “*Turn-over*” (Volume Trocado)

A particularidade do cacau expressa nos comentários da Gazeta Mercantil reside, basicamente, na forma como os mercados de futuros de Nova York e Londres operam. Através dos relatórios emitidos pelas agências especializadas, corretoras e especialmente pela Commodities Futures Trading Commission – CFTC e Coffee, Sugar and Cocoa Exchange Market – CSCE, de Nova York, é possível extrair a informação necessária para entender o funcionamento dos mercados futuros. Três variáveis importantes podem ser obtidas: o preço final, o volume trocado (volume traded) e o número de contratos em aberto (open interest).

O volume trocado pode ser considerado como a variável mais relevante na formação dos preços internacionais de cacau. O volume trocado representa a quantidade total de contratos trocados num determinado dia. Pode ser apresentado como o número de contratos ou volume físico trocado. O volume mede a atividade de troca no mercado, como também, a intensidade da demanda e oferta da *commodity* (Teweles, 1975, Schwager, 1984, Edwards & Ma, 1992, Rotella, 1992). As mudanças no volume trocado medem as pressões de compra e venda, que ao serem associadas às oscilações dos preços e *open interest*, assumem grande importância estatística para a determinação do comportamento do mercado (Amin, 1995; Hull, 1996; Kaufman, 1999).

A verdadeira relação entre o volume de contratos trocados e a atividade especulativa no mercado de futuros de cacau só pode ser analisada através de uma análise comparativa entre a produção mundial de cacau e o *turn-over* dos contratos. Divergências dramáticas emergem ao comparar-se essas duas variáveis.

Amin (1995) verificou que o volume de contratos trocados anualmente pode chegar a representar até quatro vezes a produção mundial de cacau. Caso os mercados de Nova York e Londres sejam combinados, a diferença aumenta para quase dez vezes a produção mundial. Em termos mais específicos, isso significa que, dada à produção mundial de 3 milhões de toneladas de cacau, em 1999, nos mercados futuros de Nova York e Londres foi realizado um *turn-over* de 30 milhões de toneladas, no “processo de determinação do preço internacional de cacau”.

A aceitação da atividade especulativa como recurso necessário para a realização de *risk management* e *price discovery* nos mercados futuros de cacau, contrasta dramaticamente, com a situação de pobreza e exclusão social que atinge a maior parte dos produtores dos países africanos, responsáveis por 70% da produção mundial.

As economias de Gana, Costa do Marfim, Camarões e Nigéria, na África, dependem, em grande parte, das exportações de cacau para financiamento dos programas de desenvolvimento econômico e social. Outros países como Indonésia e Malásia, na Ásia, e Brasil, Colômbia e Equador, na América do Sul, dependem mais, em termos regionais do que termos nacionais, das exportações de cacau. A economia do cacau, portanto, constitui-se num importante fator de geração de renda e emprego para milhares de produtores nas regiões tropicais.

Entre os produtos de origem tropical, o cacau pode ser considerado como a *commodity* mais representativa de uma agricultura de subsistência para milhares de produtores e que assume, ao mesmo tempo, um caráter estratégico na elaboração e implementação de políticas de planejamento e desenvolvimento econômico. O crescimento da economia dos países produtores, sempre esteve “amarrada”, por dizer assim, ao comportamento de uma simples variável: *o preço internacional de cacau*.

Preocupados com as fortes variações nos preços internacionais de cacau e de seus impactos nas economias dos países produtores, a maior parte dos estudos centram esforços em explicar as alterações no mercado através dos tradicionais fundamentos técnicos: demanda e oferta. Parte integral da teoria econômica, esse enfoque explica, parcialmente, o

comportamento do mercado. Existem outras forças, porém, que como participantes do mercado, exercem uma poderosa influência na formação dos preços finais.

O estudo visa, através da disponibilidade de informações mais completas em termos de volume e qualidade sobre o movimento diário nos mercados futuros de cacau de Nova York, identificar a participação, *posição* e o nível de influência dos Fundos de *Hedge* e Fundos de *Commodities*, na formação dos preços internacionais de cacau.

## 2 MATERIAL E METODOS

### Os Dados

Para atingir o objetivo do estudo, foram usadas duas fontes de informação. A primeira é a Coffee, Sugar and Cocoa Exchange Market – CSCE, de Nova York que fornece relatórios diários sobre preços futuros cotados para os meses de março, maio, julho, setembro e dezembro, em dólares por tonelada. A unidade negociada, no mercado de cacau é de 10 toneladas métricas, sendo um US\$ 1 por tonelada métrica e US\$ 10 por contrato.

As informações referentes ao volume de *hedging* e mais importante ainda, ao volume especulativo negociado nos mercados futuros de cacau de Nova York, foram obtidas dos relatórios emitidos, todas as terças-feiras, pela Commodities Futures Trading Commission – CFTC. Os relatórios chamados de *Commitments of Traders in Futures*, fornecem as posições em aberto (*open interest*) mantidas pelos especuladores e *hedgers*, assim como, um grande número de informações adicionais que permitem identificar o comportamento dos Fundos de *Hedge* e de *Commodities*, nos mercados futuros de cacau.

A disponibilidade de informações semanais *on-line* permitiu que a análise fosse realizada abrangendo o período de julho de 1992 a dezembro de 2001. A redução do período de publicação dos relatórios da CFTC, de mensal (1986-1990) para quinzenal (1990-1992), e finalmente para semanal, a partir de julho de 1992, dá a oportunidade de se chegar mais perto, da atividade especulativa do Fundos e de poder mostrar se exercem, efetivamente, alguma influência na formação dos preços internacionais de cacau.

### Conceitos Básicos

#### - Os Traders nos Mercados Futuros

As informações da CFTC diferenciam os *traders* em função de sua participação e atividade econômica, nos mercados futuros, em dois grupos. O primeiro grupo inclui os *non-commercial traders* e os *small traders*. A diferença básica entre os dois está relacionada ao nível de “influência” que cada um exerce sobre a formação dos preços futuros e especialmente, em relação à forma de declarar as posições mantidas em aberto (*open interest*), diariamente.

O grupo de *non-commercial traders* é integrado, em grande parte, pelos Fundos de *Hedge* e 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 sido manchetes nos últimos anos ao serem acusados como responsáveis pelo colapso das economias da Ásia, em 1997, e de intervir especulativamente, nas moedas do Brasil, Argentina e México.

O caso do Fundo de *Hedge*, LMC, que entrou em concordata em 1998, é tido como um exemplo do poder que representa esse tipo de Fundos nos mercados futuros, ao ter que reunir em 24 horas, o Banco Central dos Estados Unidos – FED, recursos de 30 Bancos

internacionais para cobrir o rombo deixado pelo Fundo e evitar, assim, um colapso do sistema financeiro mundial.

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 que os *privados* reúnem um grupo de acionistas limitado a menos de 35 membros (Edwards & Ma, 1992). A sua participação nos mercados futuros é mais regulada pela legislação do Estados Unidos contribuindo, assim, para reduzir os abusos nas aplicações.

Os *small traders*, ao contrario dos *non-commercial traders*, não precisam declarar a suas posições, uma vez que, sendo considerados como pequenos especuladores, a sua participação não é vista como tendo grande influência na determinação dos preços (Edwards & Ma, 1992).

Formam o outro grupo de *traders*, os classificados como *commercial traders* que usam contratos futuros para realizar *hedging* visando proteger-se de um risco ou prejuízo. Do mesmo modo que os *large speculators*, são obrigados, pelas normas do CFTC, a declarar as posições assumidas. Nesse processo, Teixeira (1992) indica que “... *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*, da CFTC, permitem identificar as posições assumidas pelos especuladores (*non-commercial* e *small traders*) e pelos *hedgers* (*commercial traders*), num determinado período.

Existem duas posições que refletem o tipo de compromisso assumido: *long* e *short*. Diz-se, que o especulador está *long* (*short*) quando assumiu uma posição de compra (venda). Da mesma forma, 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 como dos *hedgers*. Usando-se esse processo, foram estimadas três séries: uma para os *non-commercial* (representando a atividade dos Fundos de *Hedge* e de *Commodities*), outra para os *small traders* e a última para os *commercial traders* ou *hedgers*.

De posse dessas séries históricas, neste caso de julho de 1992 a dezembro de 2001, é possível identificar-se a influência da atividade especulativa dos Fundos, na formação dos preços internacionais de cacau, nos mercados futuros de Nova York.

### 3 RESULTADOS

As informações disponíveis na CSCE e na CFTC, sobre as atividades nos mercados futuros de cacau, permitem obter uma estimativa do nível de participação e grau de influência que os Fundos de *Hedge* e Fundos de *Commodities* exercem na determinação final dos preços de cacau.

Para facilitar a compreensão da participação de cada *trader*, nos mercados futuros de cacau, a análise será dividida em duas partes. A primeira apresenta o comportamento dos *non-commercial traders* (Fundos), dos *commercial traders* e dos *small traders* de forma separada, isolando assim, as *posições* semanais, *net long* ou *net short*, de cada *trader*, durante o período de julho de 1992 a dezembro de 2001 (Figuras 1, 2 e 3).



A segunda parte focaliza a atividade especulativa dos *traders* e sua influência na formação dos preços de cacau, no período de janeiro de 1997 a dezembro de 2001. A escolha desse período decorre da forte variação apresentada nos preços internacionais de cacau, nos mercados futuros de Nova York (Figuras 4 e 5).

### Comportamento *net long* e *net short*

A separação das posições mantidas nos mercados futuros de cacau evidencia, rapidamente, a situação semanal dos *non-commercial traders*, dos *commercial traders* e dos *small traders*. Para a pessoa pouco acostumada com a análise dos mercados futuros, talvez os gráficos não representem muita coisa. Observando-se, entretanto, com muita atenção o comportamento das posições, nota-se como os *non-commercial traders* (Fundos) mantiveram, durante período de 1992 até meados de 1998, grande parte de suas posições como *net long* (compra). Nesse período, os Fundos chegaram próximos dos 30 mil contratos, mas reduzindo gradativamente suas posições até meados de 1995. Mostrando, posteriormente, altos e baixos nas posições, mas sem atingir os níveis anteriores (Figura 1). A partir de 1998, porém, os *non-commercial traders* passam a assumir posições *net short* (venda).

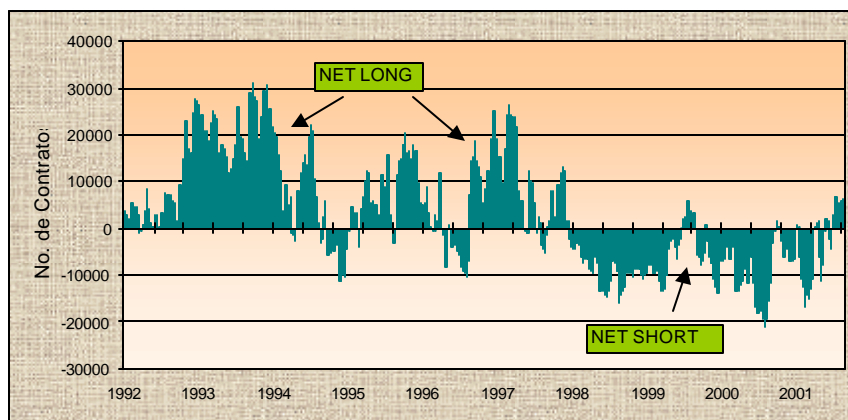


Figura 1. Posições *net long* e *net short* dos *non-commercial traders*, 1992 a 2001

Esse comportamento contrasta com as posições dos *hedgers* (produtores, exportadores e indústrias) que mantiveram, em geral, uma posição *net short* (venda) durante a maior parte do período. Enquanto que os *non-commercial* mantiam posições altas, os *hedgers* chegaram, no segundo semestre de 1992, bem próximos dos 43 mil contratos vendidos (Figura 2). Apenas durante 1998 e parte de 2001, os *commercial traders* assumiram posições *net long* (compra).

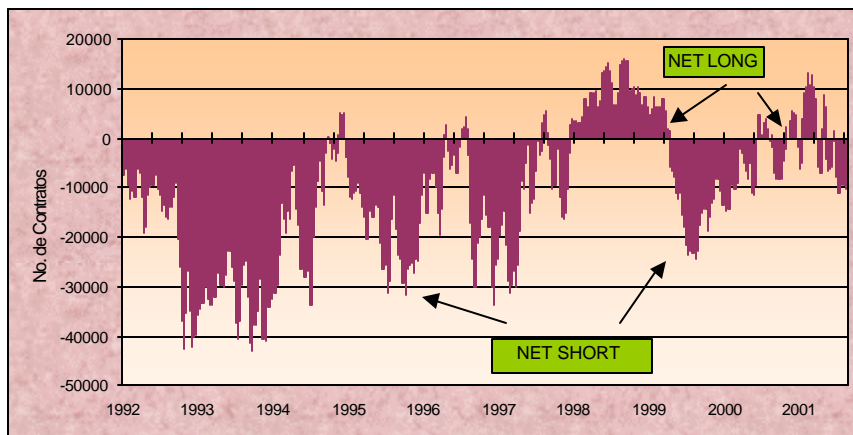


Figura 2. Posições *net long* e *net short* dos *commercial traders*, 1992 a 2001

As Figuras 1 e 2 mostram, também, uma relação muito importante na interpretação das posições dos *traders*. Enquanto que os *non-commercial* estavam *net long*, entre 1992 a 1998, os *commercial* permaneceram *net short*. Entre 1998 e meados de 1999, porém, a posição é invertida, mas passando ambos, no final de 1999 e início de 2000, para uma posição *net short*. Durante o ano de 2001, houve alterações nas posições, mas sem mostrar uma tendência definida. Esse período foi marcado por notícias “muito desencontradas” sobre as tendências e perspectivas da safra de cacau para a temporada 2001-2002.

Enquanto que os *non-commercial* e *commercial traders* assumiram posições *net short*, a partir de 1999, os *small traders* passaram a fortalecer, de forma bastante significativa, as posições *net long*. Com uma participação modesta dentro do volume total de contratos em abertos (*open interest*), nos fundos futuros, os *small traders* chegaram, entre 1999 e 2001, muito perto da marca dos 25 mil contratos *net long* (Figura 3).

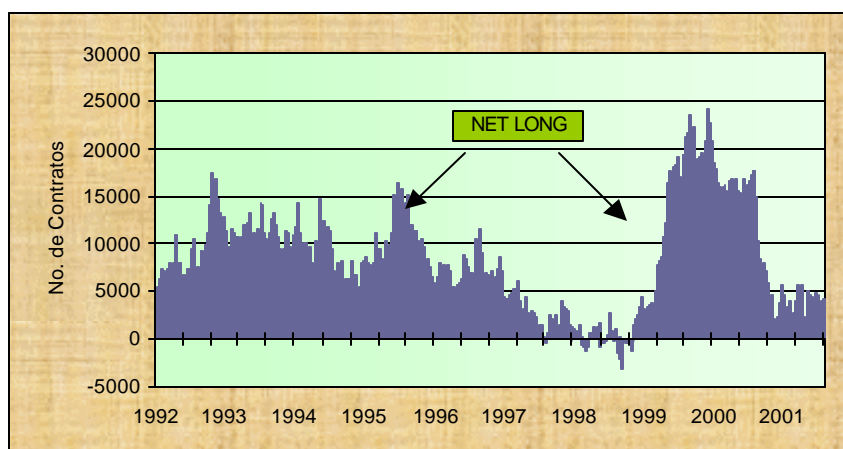


Figura 3. Posições *net long* e *net short* dos *small traders*, 1992 a 2001

O ponto chave na análise da atividade especulativa nos mercados futuros está relacionado com a “compensação” que deve ser realizada no momento da negociação dos contratos futuros. A situação dos Fundos, dos *hedgers* e dos *small traders*, como apresentada nas Figuras 2 e 3, explica muito bem a “compensação” que foi realizada, nos mercados futuros de cacau, durante 1997 a 2001.

Para entender esse aspecto, é importante lembrar que para cada posição *long* assumida pelos *non-commercial traders* (Fundos), deve existir, ao mesmo tempo, uma posição *short* assumida pelos *hedgers*. Para cada compra realizada num setor, deve existir uma venda em outro setor. Este ponto é crucial no entendimento do poder especulativo que os Fundos de *Hedge* e os Fundos de *Commodities* exercem nos mercados futuros de qualquer tipo de *commodity*.

Usando-se apenas o período de 1992 a 1998, como exemplo, é possível observar a dinâmica que as transações tomaram nos mercados futuros de cacau de Nova York. Observa-

se na Figura 1, que o nível mais alto aconteceu quando os Fundos chegaram a manter, na posição *net long*, cerca de 30 mil contratos.

Essa análise permite inferir o seguinte: “alguém” deve ter ficado *net short*, no mesmo período, para “fechar” a negociação nos mercados futuros de cacau. De outra forma seria impossível a operação. Daí surge a pergunta: quem foi esse “alguém” que teve de assumir a posição *net short* para manter o mercado em andamento?.

A resposta a essa indagação é simples. Para que os Fundos tenham podido ficar *net long* ou *comprados*, os *hedgers* tiveram que ficar *net short* ou *vendidos*, na quantidade de 30 mil contratos. Posto de outra forma, os Fundos estabeleceram suas posições a “custas” dos produtores/exportadores e das indústrias chocolateiras, que tiveram que “cobrir” esse volume de contratos, através do aumento das *forward sales* e pela redução nas *forward purchases*, na mesma proporção.

### A Posição dos Traders

A segunda parte dos resultados concentra-se na análise da “correlação” existente entre a atividade especulativa dos Fundos de *Hedge* e os Fundos de *Commodities* e a formação dos preços internacionais de cacau. Para atingir esse fim, foram utilizadas as informações publicados pela CSCE, referentes a segunda posição cotada dos preços de cacau, nos mercados futuros de Nova York, bem como as informações publicadas pela CFTC, relacionadas com as posições *long* (compra) e *short* (venda), mantidas pelos Fundos e *hedgers*, durante o período de janeiro de 1997 a dezembro de 2001.

Apresenta-se, na Figura 4, as posições mantidas em aberto (*open interest*) pelos *non-commercial traders* (Fundos), o grupo composto pelos *commercial traders* ou *hedgers* e ou grupo formado pelos *small traders*. Destaca-se, imediatamente, a significativa presença do Fundos, na negociação diária de contratos futuros de cacau.

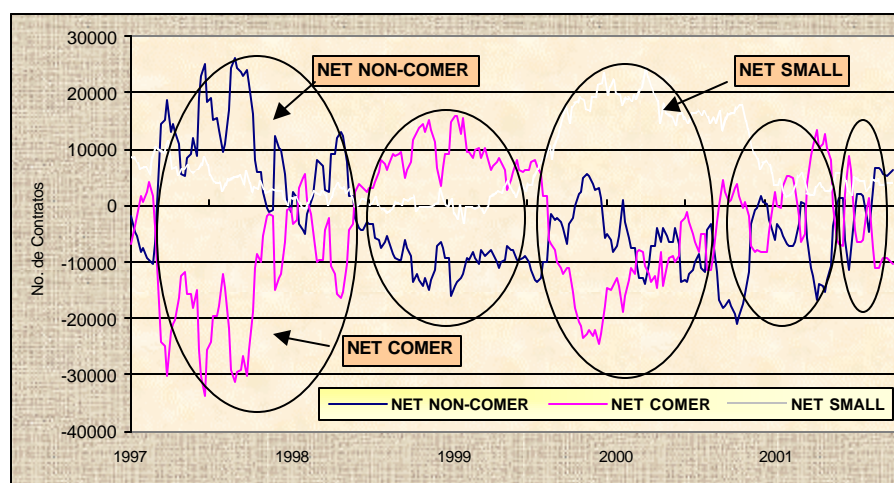


Figura 4. Posições *net long* e *net short* mantidas pelos Fundos e *Hedgers* nos mercados futuros de cacau de Nova York, 1997 a 2001

Identificam-se, na Figura 4, cinco fases muito bem definidas quanto à participação dos Fundos de *Hedge* e os Fundos de *Commodities*, bem como do grupo formado pelos *hedgers*. O primeiro momento abrange grande parte de 1997, terminando em meados de 1998. Nesse

período, os *non-commercial* ou Fundos, alternam posições *net long*, chegando a manter cerca de 25 mil contratos *net long*, no segundo semestre de 1997, mas reduzindo gradativamente a sua posição a partir de 1998, para posteriormente assumir uma posição *net short*.

Os *commercial traders* ou *hedgers*, entretanto, assumiram posições *net short*, chegando a cerca de 33 mil contratos, na segunda metade de 1997, mas dirigindo a suas expectativas para assumir posições de compra a partir de junho de 1998. É importante notar aqui, como as posições de ambos os grupos guardam alta similaridade quanto à variação do volume dos contratos e os meses de ocorrência. A posição dos *small traders* é declinante nesse período, mas mantendo sempre as posições *net long* (compra).

O segundo momento, definido a partir do segundo semestre de 1998 até o primeiro semestre de 1999, é caracterizado por uma inversão bem marcante nas posições dos Fundos (*non-commercial traders*) e dos *hedgers* (*commercial traders*). Os *hedgers* passam a assumir uma posição *net long*, enquanto que os Fundos assumem a posição oposta: *net short*. Outro ponto que chama a atenção, nesse período, é a drástica redução no volume de contratos futuros que foram negociados, chegando a algo em torno de 15 mil contratos para cada grupo. Ao passar de *net long* para *net short* os Fundos fizeram, como é normal, uma venda especulativa de contratos para a realização de lucros. Ao mesmo tempo, os *hedgers* (indústrias e outros) assumiram posições de compra. Os *small traders* permaneceram flutuando entre *net long* e *net short*, mas sem mostrar alguma tendência predominante.

A terceira fase é bem singular quanto ao comportamento dos Fundos e *hedgers*, nos mercados futuros de cacau de Nova York. Observa-se na Figura 4, os dois grupos de *traders* mantendo posições *net short* (de venda) que foram cobertas pelos *small traders* ao assumirem posições *net long* (compra). Numa espetacular troca de posições, os *small traders* passaram, do final de 1998 para o início de 1999, de praticamente pouca atividade especulativa, para algo em torno de 25 mil contratos em abril de 2000. A sua alta participação no mercado durou quase dois anos e meio. Não se podendo prever o que iria acontecer com relação aos níveis de oferta mundial de cacau, os especuladores e *hedgers* passaram a assumir uma postura “neutra” nos mercados futuros de cacau.

Esse período coincide com os momentos de incerteza experimentados pelo mercado internacional de cacau, em decorrência das exigências do Banco Mundial e do FMI para que os países produtores da África (Costa do Marfim, Gana, Nigéria e Camarões) adotassem a política de “free trade”. A situação de incerteza experimentada pelos *traders* veio refletir, de forma direta, no comportamento dos mercados futuros de cacau.

A quarta fase, segundo semestre de 2000 até junho de 2001, foi marcada por um mercado altamente indefinido, tanto por parte do Fundos de *Hedge* e de *Commodities*, quanto por parte dos *hedgers* e dos *small traders*. O mercado estava superando e assimilando os efeitos gerados pelas exigências do Banco Mundial e FMI.

Uma vez superada a preocupação dos *traders*, o mercado futuro de cacau passa, no segundo semestre de 2001, a apresentar uma tendência mais definida. Os Fundos de *Hedge* e de *Commodities* iniciam novamente a tomada de posições *net long*, enquanto que os *hedgers* começam a assumir posições *net short*. Dada essa situação, o mercado internacional de cacau passa a iniciar uma tendência *bullish*, ao passar os preços internacionais de US\$ 750 a tonelada em abril de 2000 para US\$ 1.300 em dezembro de 2001. Continuando essa tendência *bullish*, os preços estão no momento em torno de US\$ 1.500 a tonelada.

### **A Atividade Especulativa e Preços Internacionais de Cacau**

A análise anterior relacionando as posições *net long* mantidas pelos Fundos, que determinam o nível de atividade especulativa nos mercados futuros, e as posições *net short*

dos *hedgers*, teria pouca relevância econômica caso não fosse correlacionada ao comportamento dos preços internacionais de cacau.

Usando-se as informações publicadas pelo CSCE, durante o mesmo período de tempo utilizado na análise anterior - janeiro de 1997 a dezembro de 2001 - é possível se obter uma visão mais concreta sobre a participação e o nível de influência que os *large speculators* (Fundos) exercem na definição dos preços de cacau.

Na Figura 5, apresenta-se a segunda posição cotada nos mercados futuros de Nova York. Acompanhando as cinco fases anteriormente identificadas, observa-se claramente o impacto que as posições *net long* ou *net short*, assumidas pelos Fundos de *Hedge* e pelos Fundos de *Commodities*, assim como as posições *net long* ou *net short* mantidas pelos *hedgers*, exercem na formação do preços diários de cacau.

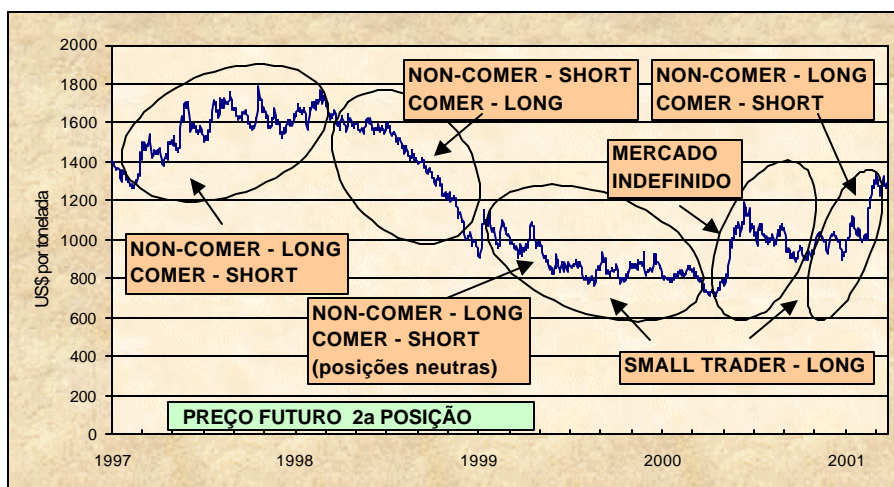


Figura 5. Preços de cacau e posições mantidas pelos Fundos e *Hedgers* nos mercados futuros de Nova York, 1997 a 2001

A primeira fase foi caracterizada por um alto volume de contratos na posição *net long* (compra). Alternando posições especulativas, os Fundos “pressionaram” os preços de cacau para patamares perto dos US\$ 1.800 a tonelada. A tendência *bullish* foi mantida desde janeiro de 1997 até abril de 1998, quando em função de “supostas previsões de uma maior oferta mundial de cacau e da incerteza em relação à implantação das políticas de free trade nos países produtores da África”, houve uma drástica reversão nas posições do Fundos de *net long* para *net short*.

Por trás dessa mudança existe algo de caráter mais “estratégico” do que a conhecida e muito usada “culpa” de imprevisibilidade do mercado. Os *non-commercial* ou Fundos operam de maneira muito simples: atingidos os níveis dos preços esperados para a realização de lucros, todas as atenções são dirigidas, imediatamente, para a liquidação de contratos. Foi exatamente isso que aconteceu entre maio de 1998 até julho de 1999, quando ao assumirem os Fundos posições *net short* (venda), contribuíram para manter a tendência de queda prolongada nas cotações de cacau.

Mesmo tendo assumido, os *commercial traders* ou *hedgers*, posições *net long*, entre 1999 e 2000, em resposta a liquidação de contratos dos Fundos, pouca “força” tiveram para reverter a queda nos preços internacionais de cacau. O mercado passou, então, de uma tendência *bullish* (alta nos preços) para a chamada tendência *bearish* associada a uma queda

prolongada de preços. Observa-se na Figura 5 os preços passando de US\$ 1.800 a tonelada para cerca de US\$ 700 a tonelada no primeiro semestre de 2000.

O período relacionado com as incertezas estruturais do mercado de cacau (quarta e quinta fases) criaram ao longo de 2000, um clima de indefinição que foram traduzidas numa pequena recuperação nos preços de cacau, mas sem chegar a criar uma tendência definida. Só a partir do final de 2001, o mercado começa a reagir em função da retomada das posições *net long* (compras especulativas) por parte dos Fundos. Situação gerada, novamente, pela “incerteza” acerca dos embarques da safra 2001-2002, do maior produtor mundial de cacau: a Costa do Marfim.

Esses resultados contrariam, geralmente, a lógica da teoria econômica que se fundamenta na demanda e oferta do produto como fator determinante do preço final. É comum encontrar nas publicações especializadas, sobre a economia do cacau, comentários justificando essas variações nos preços internacionais como resultado das incertezas sobre a oferta mundial de cacau.

Não existe, entretanto, uma *commodity* no mercado internacional que apresente uma regularidade tão especial em sua quantidade disponível todo ano, como o cacau. Esse fato constitui-se num fator altamente explorado pelos especuladores para diversificar suas aplicações nos mercados futuros de cacau. Saber que todo ano haverá um determinado volume disponível no mercado, torna-se um fator de garantia para que os Fundos possam programar seus investimentos antecipadamente.

#### 4 CONCLUSÕES

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 1992 a 2001, é decorrente da significativa presença dos Fundos de *Hedge* e dos Fundos de *Commodities* nos mercados futuros.

A diversificação atual no portfólio dos Fundos e o acesso a um grande número de mercados, em função das inovações tecnológicas no campo das comunicações e do novo paradigma da globalização da economia mundial, dão margem à ampliação das aplicações financeiras, em termos espaciais e temporais.

Dessa forma, os Fundos deixam de ser “parceiros” permanentes, passando apenas a “usar” o mercado futuro de cacau no momento em que os indicadores econômicos e tendências dos preços sinalizem uma alternativa de aplicação mais rentável.

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

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

#### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALEXANDER, C., *Capturing Full-Trend Profits in the Commodity Futures Markets*, New York: Windsor Books, 1992.

- AMIN, M.M., *The Role of Speculative Activity in Determining International Cocoa Prices in the New York Market*, Cambridge: Woodhead Publishing, CIRAD/ASKINDO, 1995.
- BOLSA MERCANTIL & FUTUROS, *Entendo os Mercados Futuros*, São Paulo: BM&F, 1986.
- COFFEE, SUGAR AND COCOA EXCHANGE MARKET – CSCE, 2001
- COMMODITIES FUTURES TRADING COMMISSION – CFTC, 2001
- EDWARDS, F.R. & MA. C.W., *Futures & Options*, New York: McGraw-Hill, Inc., 1992.
- FORBES, L.F., *Princípios Básicos para Aplicar nos Mercados Futuros*, São Paulo: BM&F, Série Introdutória 1, 1991.
- GAZETA MERCANTIL, *Bolsa de Mercadorias*, São Paulo: 05 de março, 2002.
- GAZETA MERCANTIL, *Bolsa de Mercadoria*: São Paulo: 11 de março, 2002.
- GAZETA MERCANTIL, *Bolsa de Mercadorias*, São Paulo: 20 de março, 2002.
- HERMAN, R. *The Effects of partial Price Stabilization on the Stability of National Export Earnings*, *The Development Economics*, v. 21, n.3, p: 207-224, set. 1983.
- HULL, J., *Introdução aos Mercados Futuros e de Opções*, São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1996.
- HULL, J. C., *Options, Futures, & other Derivatives*, London: Printice Hall, 2000.
- KAUFMAN, P. J., *Trading Systems and Methods*, New York: John Wiley & Sons, 1999.
- LA-ANYANE, *Patterns in Cocoa Futures Markets in the United States of America*, Legon: Faculty of Agriculture, University of Ghana, 1970.
- MONTEZANO, R.M., *Introdução aos Mercados Futuros de Índices de Ações*, São Paulo: BM&F, 1987.
- ROTELLA, R. P., *The Elements of Successful Trading*, New York: Institute of Finance Simon & Schuster, 1992.
- SCHWAGER, J.D., *A Complete Guide to the Futures Markets*, New York: John Wiley & Sons, 1984.
- SCHTJER, W. A., & AYO, E.J., *Negotiating a World Cocoa Agreement: an analysis and prospects*, Pennsylvania: Agricultural Experiment Extension, 1967.
- SINGH, S., VRIES, J. De, ULLEY, J.C., YOUNG, P., *Coffee, Tea and Cocoa Market Prospects and Development*, Baltimore: University Press, 1977.

STERN, W., *Method in Forecasting Cocoa Prices*, In: JILER, H. (ed.) *Forecasting Commodity Prices*, New York: Commodity Research Bureau, 1971.

TEWELES, R.J., HARLOW, C.V., STONE, H.L., *The Commodity Futures Games*, New York: McGraw-Hill, 1975.

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

WEYMAR, H. F., *The Dynamics of the World Cocoa Market*, Cambridge: The MIT Press, 1968.

WILLIAMS, L., *Long-Term Secrets to Short-Term Trading*, New York: John Wiley & Sons, 1999.