

# macroeconomía del desarrollo

## **C**ommodities, choques externos e crescimento: reflexões sobre a América Latina

Ricardo de Medeiros Carneiro



NACIONES UNIDAS

CEPAL

---

## macroeconomía del desarrollo

# **C**ommodities, choques externos e crecimiento: reflexões sobre a América Latina

Ricardo de Medeiros Carneiro



NACIONES UNIDAS

**CEPAL**

División de Desarrollo Económico

Santiago, enero de 2012

Este documento foi preparado por Ricardo de Medeiros Carneiro, Consultor, Divisão de Desenvolvimento Econômico, da CEPAL.

Trabalho preparado como *background paper* para o *Estudio Económico de América Latina, 2011*, da CEPAL. O autor agradece a colaboração da Prof<sup>a</sup> Rosângela Ballini no tratamento dos dados estatísticos, de Eliana Ribeiro de Lima na coleta de informações, e de Fatima Chaves na revisão idiomática.

As opiniões aqui expressas são de inteira responsabilidade do autor, não refletindo, necessariamente, a posição da CEPAL. Este documento não foi submetido à revisão editorial.

---

Publicação das Nações Unidas

ISSN versão impressa 1680-8843

LC/L.3435

Copyright ©, Nações Unidas, janeiro de 2012. Todos os direitos reservados

Impresso nas Nações Unidas, Santiago Chile

---

Os Estados membros e as suas instituições governamentais podem reproduzir esta obra sem autorização prévia. Só se solicita que mencionem a fonte e informem as Nações Unidas de tal reprodução.

## Índice

---

<b>Resumen</b> .....	5
<b>I. A natureza da produção de commodities</b> .....	7
<b>II. Especialização, diversificação e crescimento</b> .....	11
<b>III. A evolução dos preços</b> .....	15
A. O declínio secular dos preços .....	15
B. Perfis de correlação e volatilidade.....	21
C. A financeirização dos preços das commodities .....	24
1. Preços de commodities e derivativos .....	24
2. A financeirização do mercado de commodities.....	26
<b>IV. Padrões de crescimento na América Latina</b> .....	29
<b>V. As alternativas de política econômica</b> .....	35
A. As políticas nacionais.....	35
B. As políticas internacionais.....	39
<b>Conclusões</b> .....	43
<b>Bibliografia</b> .....	45
<b>Serie Macroeconomía del desarrollo: números publicados</b> .....	47

**Índice de quadros**

QUADRO 1	AMÉRICA LATINA: ESTRUTURA DA PAUTA DE EXPORTAÇÕES EM PAÍSES SELECIONADOS .....	30
QUADRO 2	ÍNDICES DE TERMOS DE TROCA .....	31
QUADRO 3	AMÉRICA LATINA: GRAU DE ABERTURA DAS ECONOMÍAS .....	32
QUADRO 4	TIPOLOGIA DAS POLÍTICAS DE INTERVENÇÃO .....	36

**Índice de diagramas**

DIAGRAMA 1	RELAÇÕES ENTRE PREÇOS FUTUROS E A VISTA .....	25
------------	---	----

**Índice de gráficos**

GRÁFICO 1	CRESCIMENTO E INDUSTRIALIZAÇÃO .....	12
GRÁFICO 2	CRESCIMENTO E EXPORTAÇÃO DE MANUFATURADOS .....	13
GRÁFICO 3	ESTRUTURA DO COMÉRCIO INTERNACIONAL (US\$ CORRENTES) .....	13
GRÁFICO 4	EVOLUÇÃO DE PREÇOS DE COMMODITIES .....	17
GRÁFICO 5	EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DO PETRÓLEO .....	17
GRÁFICO 6	EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DOS METAIS .....	18
GRÁFICO 7	EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DE MATÉRIAS PRIMAS AGRÍCOLAS .....	19
GRÁFICO 8	EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DOS ALIMENTOS .....	19
GRÁFICO 9	EVOLUÇÃO DOS PREÇOS NOMINAIS DE COMMODITIES .....	20
GRÁFICO 10	PREÇOS DE COMMODITIES: CORRELAÇÃO DE VARIAÇÃO DE PREÇOS .....	21
GRÁFICO 11	PREÇOS DE PETRÓLEO E DEMAIS COMMODITIES: CORRELAÇÃO MÉDIA MÓVEL DE 10 ANOS .....	22
GRÁFICO 12	PREÇOS DE COMMODITIES: VOLATILIDADE .....	24

## Resumen

---

A elevação de preços das *commodities*, cuja duração alcança quase uma década, tem levado muitos economistas a rever as suas concepções a respeito das possibilidades de desenvolvimento das economias especializadas na sua produção. Até o início dos 2000, não era incomum mesmo em searas ortodoxas, as referências à deterioração dos termos de intercâmbio como fator impeditivo do desenvolvimento e mesmo, alusões ao caráter paradoxal da benesse da abundância dos recursos naturais como geradora de seu contrario; a maldição.

A intensidade, em termos de patamar, a abrangência, quanto ao número de produtos, e a duração, em número de anos, do aumento de preços, sugere que se está diante de fatos históricos particulares a requerer uma análise e reflexão aprofundadas. Este trabalho se propõe a abordar este tema, destacando uma questão de fundo: até que ponto agora é diferente? Estaremos de fato diante de uma nova configuração do sistema mundial e de novas tendências nos preços, que podem se constituir num importante incentivo para o desenvolvimento dos países subdesenvolvidos, particularmente na América Latina?

Para abordar o assunto, optou-se por privilegiar alguns aspectos dentre tantos outros possíveis, bem como, lançar mão de informações estatísticas para um período mais largo, na esperança de que o passado ajude a entender o presente. Assim, são examinados na sequência do texto: a natureza da produção de *commodities* e o desempenho comparado dos países periféricos nelas especializados; a tendência secular dos preços, no que tange a patamares, volatilidade e correlação; a recente financeirização dos preços; os padrões de especialização produtiva na América Latina e os perfis alternativos de política econômica; os arranjos de políticas internacionais.



## I. A natureza da produção de commodities

---

De acordo com Sinott (2010) as commodities se caracterizariam por serem produtos indiferenciados, com baixo processamento industrial e elevado conteúdo de recursos naturais. Os setores produtores de commodities têm a capacidade de gerar periodicamente altas rendas —rendas diferenciais no sentido ricardiano do termo— ou seja, lucros extraordinários (*windfall profits*) associados aos ciclos de preços típicos desses produtos. A natureza da produção de *commodities* e seus ciclos de preços têm sérias implicações sobre os países produtores por meio da valorização da moeda local, acarretando o desestímulo às outras atividades, principalmente as manufatureiras, e ocasionando uma especialização ulterior, configurando assim a denominada “doença holandesa”.

A especialização na produção das commodities e seus malefícios decorreriam de dois problemas distintos: do declínio a longo prazo dos termos de intercâmbio associados à perda de valor real dos preços das *commodities* ante as manufaturas (hipótese *Prebisch-Singer*) e da excessiva volatilidade desses preços no curto e médio prazos. O primeiro fenômeno seria produzido pela baixa elasticidade-renda da demanda por commodities combinada com características peculiares da oferta, tais como as praticamente inexistentes barreiras à entrada cuja implicação principal seria a propensão à superprodução. Por sua vez, a volatilidade seria o resultado das baixas elasticidades-preço da demanda e da oferta.

Essas características teriam implicações desfavoráveis sobre o desenvolvimento de países especializados na produção de *commodities*. No longo prazo, a deterioração dos termos de intercâmbio agravaria a restrição externa por meio da diminuição da capacidade para importar.



A volatilidade dos preços, por sua vez, teria implicações negativas sobre as decisões de investimento e o aumento sustentado da produtividade. Ademais, tornaria também a gestão macroeconômica mais problemática ante flutuações de maior amplitude das taxas de câmbio, dos preços e da renda.

De acordo com Carneiro (2006), no argumento da CEPAL desenvolvido originalmente por Prebisch, a deterioração dos termos de intercâmbio seria a resultante da propagação lenta e desigual do progresso técnico. No seu texto introdutório e no relatório subsequente publicado no final dos anos 40 o Prebisch faz a crítica à proposta do desenvolvimento fundado nas vantagens comparativas, com base na divisão internacional do trabalho então prevalecente, da qual participavam países produtores de bens primários e de bens industrializados<sup>1</sup>(CEPAL, 1949).

Ao verificar que os ganhos de produtividade foram substancialmente maiores na indústria ante a atividade primária, ele constata que, ao contrário do que sugeria a teoria das vantagens comparativas, isso não se traduzia numa queda de preços relativos dos bens industriais ante os agrícolas, indicando um bloqueio na propagação do progresso técnico e conduzindo à deterioração dos termos de trocas entre os dois grupos de países.

Na identificação dos fatores responsáveis por essa tendência, Prebisch sugere a importância das estruturas de oferta como fator crucial. Assim, na economia industrial os ajustes ao longo do ciclo econômico se faziam pelas quantidades, enquanto nas estruturas primárias ocorria por meio dos preços. A rigidez de preços industriais se deveria, em última instância, à rigidez salarial, tanto pela transmissão dos ganhos de produtividade aos salários nas fases de expansão quanto pela maior resistência à sua queda nas recessões por conta da maior organização dos trabalhadores, reflexo do menor excedente de força de trabalho nessas economias. Nos países produtores de bens primários os preços e salários seriam mais flexíveis, especialmente em razão da oferta ilimitada de força de trabalho.

Embora o argumento de Prebisch esteja restrito à flexibilidade dos salários e ao excedente de força de trabalho, ele pode facilmente ser derivado para aspectos mais amplos da estrutura produtiva. A maior propensão ao barateamento de preços dos bens primários pode ser explicada por razões técnicas, por menores barreiras à entrada que gerariam uma tendência recorrente à superprodução. Haveria um amplo potencial produtivo, medido pelo excedente de força de trabalho, e técnicas disseminadas, que podem ser utilizados para ampliar a oferta. No setor industrial ocorreria o oposto, vale dizer, oferta restrita de mão de obra e técnicas relativamente monopolizadas.

Ao contestar a tese de que o subdesenvolvimento poderia ser superado através do aprofundamento da divisão internacional do trabalho, com maior especialização na produção de bens primários, o autor levanta alguns elementos para sua caracterização adicional, desta feita, pela ótica da hierarquia dos setores (CEPAL, 1949). Assim, a expansão da indústria seria capaz de criar os mercados para si própria, mas o contrário não seria verdadeiro, tendo o setor primário que depender dos mercados criados pela indústria, ou, na sua inexistência, pelos oriundos da demanda externa. O argumento vai, portanto, além da postulação de que os mercados para bens agrícolas cresceriam a um ritmo inferior aos mercados de bens industriais refletindo elasticidades-renda da demanda diferenciadas. A questão residiria mais propriamente no potencial elevado de diversificação da atividade industrial ante o baixo potencial de *upgrading* das atividades primárias em direção a maior valor adicionado dos produtos, sua baixa capacidade de *spillover* tecnológico e fraco encadeamento com outras atividades produtivas domésticas.

Ainda no que tange à organização da produção, a tese clássica do estruturalismo é a de que a especialização na produção de commodities implicaria num menor dinamismo do crescimento dessas economias especializadas. Essa tese, proposta contemporaneamente por Hausmann (2007), mas contestada por Sinott (2010), sustenta que o baixo dinamismo adviria dos reduzidos encadeamentos produtivos, com diminuição dos efeitos multiplicadores e aceleradores, da estagnação relativa do

---

<sup>1</sup> Na verdade, para o caso da América Latina, parte expressiva das assim chamadas economias primário-exportadoras tinham adquirido essa configuração a partir de seu passado colonial, no qual via de regra se combinavam a grande exploração e o trabalho escravo, decorrendo daí várias das peculiaridades relevantes dessas economias.

progresso técnico —por se tratar de setores marginais aos *clusters* de inovação mais dinâmicos— e, associados a esses dois aspectos, uma baixa irradiação (*spillover*) para o conjunto da economia.

O trabalho de Hausmann (2007) constitui uma retomada do argumento contra a tese da especialização produtiva com base nas vantagens comparativas estáticas. Sua tese fundamental é de que as especializações tradicionais vale dizer, na produção de commodities, por parte dos países periféricos, acarretam menor dinamismo econômico do que a diversificação em direção aos setores nos quais os países desenvolvidos concentram as suas exportações. Vale dizer, está subjacente a esta formulação a pressuposição de que a oferta e demanda desses produtos envolvem maior dinamismo e também de que é possível alcançar a transformação da estrutura produtiva por meio de políticas econômicas específicas. Como suposto último dessa proposição está a tese da pouca relevância dos fundamentos —dotação inicial de fatores de produção— como determinante das especializações, na medida em que os primeiros poderiam ser superadas pelas vantagens comparativas dinâmicas.

Por sua vez, o trabalho de Sinott (2010) não está inteiramente desprovido de razão ao afirmar a importância do progresso técnico na produção de commodities, embora seja discutível a tese de que seja mais intenso do que nas manufaturas, como sugerido. Além disso, também é questionável a ideia de que o progresso técnico na produção das *commodities* guarda algum grau de autonomia, não respondendo em última instância às transformações que ocorrem nos núcleos —setores, empresas, universidades, centros de pesquisa— dos países desenvolvidos.

A despeito de advertir quanto aos riscos da excessiva especialização da produção por meio da doença holandesa, o trabalho citado acima sugere a diversificação produtiva a partir da produção de *commodities* mas subestima as suas dificuldades. A diversificação à jusante, por meio da incorporação de atividades de maior valor agregado, encontra obstáculos de várias naturezas: quando se trata de bens de consumo, o controle dos canais de comercialização —incluído a propriedade de marcas—, e no que tange a bens intermediários, a concentração de mercados e as escalas de produção. A mesma dificuldade pode ser encontrada para a internalização dos setores produtores de equipamentos. Ou seja, dificilmente os países periféricos produtores de commodities conseguem romper a sua participação/especialização na cadeia produtiva.

Outro aspecto relevante da produção de *commodities* —principalmente no que tange à extração de petróleo e mineração— diz respeito ao seu caráter não renovável. Isto tem sérias implicações, não só relativas ao meio ambiente como também quanto à dimensão inter-geracional, ou seja, de sua preservação e utilização ao longo do tempo. Na verdade, como esses recursos constituem-se de um estoque de riqueza não renovável, o seu uso racional pressuporia a sua conversão em outro estoque de riqueza, financeira, capaz de produzir um fluxo de renda permanente ao longo do tempo.

Nos países produtores de *commodities* têm também relevância, embora variável de acordo com o grau de especialização, a dependência das receitas fiscais do valor da produção e preços desses bens e, conseqüentemente, a sua volatilidade e forte comportamento pró-cíclico. Além disso, há que se considerar também —a depender da especialização e das pautas de comércio exterior— o efeito que as flutuações podem ter sobre a renda das famílias e o emprego.



## II. Especialização, diversificação e crescimento

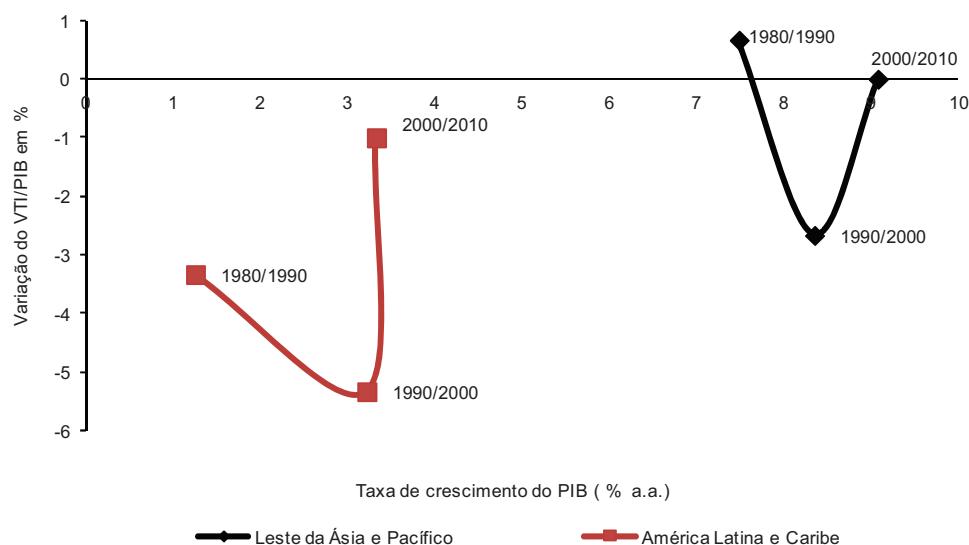
---

A controvérsia acerca do maior ou menor dinamismo econômico dos países produtores de commodities *vis-à-vis* aqueles que optam por uma maior diversificação encontra algumas respostas nos dados empíricos. A comparação do desempenho entre os países que adotaram uma estratégia de diversificação, os asiáticos, em contraposição àqueles que optaram por retomar o desenvolvimento com base nas vantagens comparativas estáticas abandonando as estratégias de industrialização, os latino-americanos, mostra claramente a superioridade do desempenho dos primeiros (gráfico 1). Nos trinta anos que correspondem ao período da globalização, entre 1980 e 2010, os países da Ásia em desenvolvimento crescem a uma taxa cerca de três vezes superior aos da América Latina e este diferencial se mantém nos anos 2000 a despeito do *boom* de preços das *commodities*.

Desde a intensificação da globalização nos anos 1980, e que corresponde nos países latino americanos a um período de semi-estagnação por conta da crise da dívida, os países asiáticos foram capazes de definir estratégias mais exitosas de lidar com a crise e, posteriormente, após os anos 1990, de se integrar na economia global de forma virtuosa. Como mostra Carneiro (2007), as estratégias de integração produtivistas construídas ao longo dos anos 1990, com base na ampliação do peso da indústria no PIB, em vários casos acompanhados de adensamento das cadeias produtivas e de diversificação de exportações, permitiu a essas economias não só crescer mais rápido, mas também aproximar as suas estruturas produtivas daquelas dos países desenvolvidos (*catching up*).

A América Latina, como foi referido, optou por uma estratégia de rápida abertura e integração passiva que a conduziu a uma re-especialização da sua estrutura produtiva com base em setores de alto conteúdo de recursos naturais e, em menor escala de trabalho, como no caso do México onde avançou a industrialização por *maquilas*. Enquanto na Ásia em desenvolvimento a manufatura mantinha o seu peso no PIB, crescendo, portanto, a taxas elevadas, na América Latina, cujas taxas de crescimento foram medíocres, a manufatura ainda perdeu participação no PIB de cerca de 10 pontos percentuais (gráfico 1).

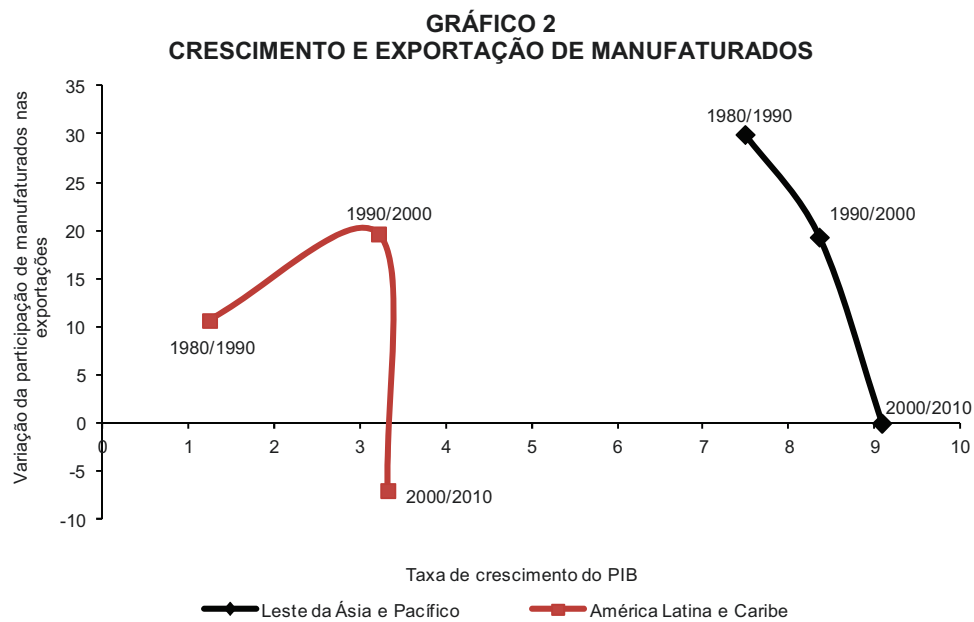
**GRÁFICO 1**  
**CRESCIMENTO E INDUSTRIALIZAÇÃO**



Fonte: Banco Mundial: World Development Indicators.

Os dados dão suporte às teses que defendem a diversificação da produção, isto é, à industrialização como estratégia exitosa de crescimento acelerado, mas requerem várias qualificações. Como mostram Akyuz (2005), Macedo e Silva (2011) e Carneiro (2007), os países asiáticos em desenvolvimento souberam aproveitar a expansão do comércio internacional de manufaturas, fundada no *outsourcing* das empresas, construindo um modelo de crescimento que para maioria deles poderia ser caracterizado como *export led growth*. Em alguns casos —o da China é o mais relevante—, isto se combinou com o adensamento das cadeias produtivas domésticas intensificando o dinamismo com um componente de ampliação dos multiplicadores internos da renda. A despeito disso, para muitos países foi apenas a especialização em manufaturas *maquilas*, com menor adensamento de cadeias, o responsável pelo dinamismo.

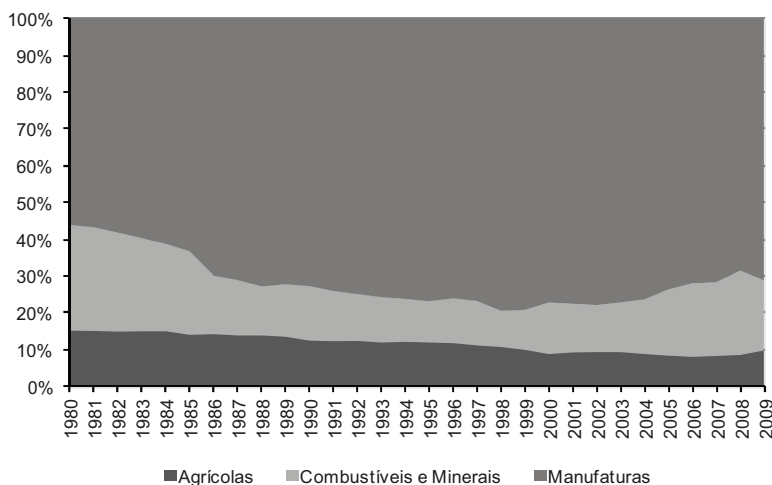
Os dados do gráfico 2 mostram a associação entre crescimento mais rápido e diversificação da pauta de exportações ou, mais propriamente, com o aumento do peso das manufaturas no total exportado. Esta diversificação ocorreu com muito mais intensidade no caso do Sudeste da Ásia comparativamente à América Latina. Na primeira região o processo diminuiu de intensidade nos anos 2000 por conta dos altos valores alcançados, em torno de 80% do total das exportações. Já na América Latina, a diminuição dessa participação ocorre num patamar menos significativo, de cerca de 50% do total, e decorre também do boom de preços das *commodities*.



Fonte: Banco Mundial: World Development Indicators.

Além dos fatores associados ao dinamismo produtivo da indústria, cabe destacar também aqueles derivados do maior crescimento do comércio internacional de manufaturas como determinantes do maior dinamismo dos países que optaram pela diversificação. O gráfico 3 mostra a crescente participação das manufaturas no comércio revelando seu maior crescimento ante os bens agrícolas e os energéticos e minerais. Note-se que nos anos 2000 há uma significativa ampliação da participação desses últimos acompanhada de uma leve ascensão dos agrícolas. Contudo, essa recuperação esteve longe de alcançar os patamares das décadas anteriores.

### GRÁFICO 3 ESTRUTURA DO COMÉRCIO INTERNACIONAL (US\$ CORRENTES) (Em porcentagem)



Fonte: Organização Mundial do Comércio (OMC), Estatísticas: Séries Históricas.

A interpretação dos dados acima tem suscitado controvérsias. Para autores como Maurer(2010) este crescimento maior das manufaturas não representaria um maior dinamismo ou elasticidade de renda superior das mesmas, mas uma nova forma de organização do comércio com maior peso das transações intra-industriais resultante do processo de fragmentação das cadeias produtivas (*outsourcing*). O deslocamento de parte da produção para países periféricos levaria a uma ampliação do comércio intermediário e não representaria, necessariamente, um aumento do comércio líquido de manufaturas. O argumento é correto e indica que a ampliação do peso das manufaturas no comércio internacional deve estar sobrestimado. Contudo, mesmo que isto seja verdadeiro, há que se levar em conta o fato de que esta nova forma de organização da produção e comércio internacionais abriu significativas oportunidades para os países periféricos exportadores de manufaturas dedicados à produção de partes e peças. Por fim, deve-se considerar que o crescimento recente do peso dos produtos agrícolas, energéticos e minerais no comércio internacional também está sobrestimado por conta do ciclo de preços<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Os dados do gráfico 9 adiante mostram que a variação dos preços das diversas commodities vão progressivamente ultrapassando o das manufaturas; no início da década isto era observável para o petróleo, estendendo-se em meados dos 2000 para os minerais. Após 2007 torna-se observável para as matérias-primas agrícolas e em 2010 para os Alimentos.

### **III. A evolução dos preços**

---

Já foi assinalado no início deste trabalho que o ciclo de preços recente é peculiar pela sua intensidade de alta duração em anose abrangência de produtos, desmerecendo ser caracterizado como um choque de preços típico das commodities. A seguir, recupera-se as características deste ciclo, discutindo não só o patamar mas também a correlação, volatilidade e uma novidade histórica: a financeirização dos preços.

#### **A. O declínio secular dos preços**

De acordo com o diagnóstico tradicional, devido às razões relativas às estruturas de oferta e de demanda apontadas acima, as commodities estariam sujeitas ao declínio secular de preços relativos. A principal razão para isto seria o excesso de oferta decorrente da desregulação e ausência de barreira à entrada nos países produtores, via de regra, periféricos, contraposta ao lento crescimento da demanda (baixa elasticidade renda), e da substituição de produtos naturais por sintéticos. A tendência seria mais evidente nos produtos agrícolas do que nos minerais e petróleo, estes últimos sujeitos, em várias medidas, à monopolização da oferta.

Segundo South Centre (2010), o excesso periódico da oferta de commodities, mormente as agrícolas, se deveria também a vários fatores como, por exemplo, o aumento de produtividade que tem ocorrido de forma recorrente na produção desses bens. Por sua vez, as técnicas de processamento de alimentos, ao se tornarem menos exigentes quanto à qualidade dos produtos in natura, também favorecem a expansão da produção ao reduzirem as barreiras à entrada.



Fatores relativos à concentração de mercado influem na trajetória de longo prazo dos preços. A concentração da demanda em um número pequenos de agentes —*trading companies*, cadeias de supermercados—, ante a atomização da oferta, permite que os compradores capturem uma parcela desproporcional dos preços das commodities. Ademais, essa concentração também cria obstáculos para que os países periféricos avancem nas cadeias de processamento desses bens exatamente por não disporem dos canais de comercialização adequados, ou por não possuírem escalas de produção suficientes.

Ao longo da globalização, como consequência do esfacelamento da ordem de Bretton Woods, ocorreu o desmantelamento dos órgãos reguladores, no plano internacional, como a extinção dos International Commodity Agreements (ICAs) e, no plano nacional, dos *commodities boards* ou *caisse de stabilizacion*, que atuavam como estabilizadores de preços ao fazerem o papel de compradores de última instância e reguladores da oferta.

Ainda como razão histórica datada para a queda de preços tem-se também a distorção de mercado introduzida pelas políticas protecionistas dos países avançados —que reduzem os mercados para as exportações dos periféricos e mantêm preços artificialmente elevados, reduzindo o consumo— bem como as políticas de subsídios praticadas por esses países que elevam a oferta nos mercados internacionais a preços de *dumping*.

De acordo com Bello (2008), a alta recente dos preços das *commodities* alterou o padrão cíclico observado desde os anos 1960 por conta da duração, extensão e intensidade da alta. O estudo de Sinott(2010) vai mais longe ao afirmar que este último *boom* de preços, olhado pelos critérios apontados anteriormente, foi o mais importante desde o início do século XX. Isto seria indiscutível do ponto de vista dos minerais e do petróleo, mas menos evidente para as *commodities* de origem agrícola.

Na análise das tendências de longo prazo, os documentos citados também estão de acordo e contestam a hipótese Prebisch-Singer ao afirmarem que não há evidências de queda secular significativa de preços das commodities em termos reais, exceto por duas quebras estruturais nos anos 1920 e 1980. Assim, a análise dos dados estatísticos sugeriria fortemente uma trajetória não estacionária para os preços reais, indicando um comportamento do tipo passeio aleatório (*random walk*)<sup>3</sup>. Por sua vez, a característica indiscutível do comportamento desses preços seria a sua volatilidade (alta variância) e, mais recentemente, a expressiva correlação entre os movimentos dos preços das várias *commodities*.

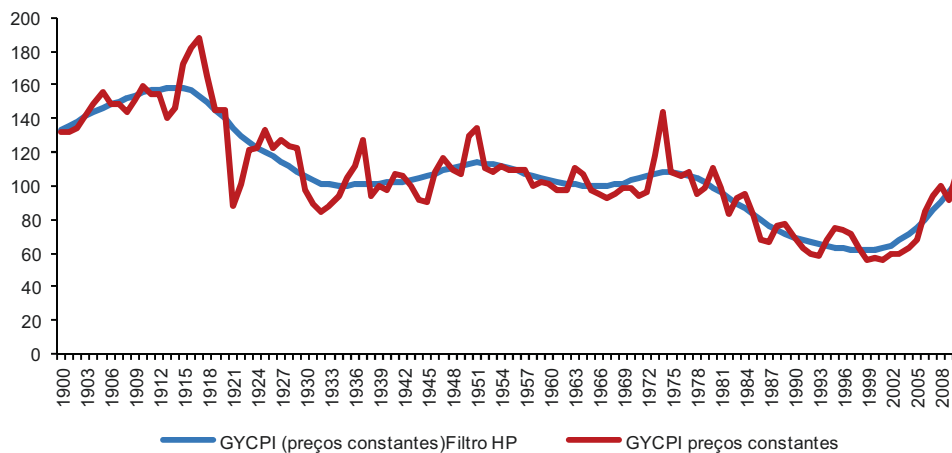
A despeito dos métodos estatísticos refinados utilizados pelas análises referidas acima, e que apontam para a ausência de declínio dos preços das commodities a longo prazo, é possível por em dúvida os seus achados. O principal problema residiria nos cálculos de preços reais para uma série tão longa, de mais de 100 anos. Os vários tipos de commodities —o numerador das séries de preços reais— são produtos homogêneos que passaram por poucas modificações ao longo do tempo. Já o denominador, é constituído de uma cesta de bens manufaturados cuja alteração, na composição da cesta e na qualidade dos próprios bens, é muito significativa ao longo dos anos. Isto torna os resultados do exercício menos significativos. Sugere também que só se poderia fazer afirmações sobre as tendências de preços reais com base nessas estatísticas para períodos de tempo mais curtos nos quais a cesta e a qualidade das manufaturaras teriam modificação de menor monta.

Feitas essas ressalvas, cabe algumas observações sobre a evolução dos preços reais de commodities apresentadas no gráfico 4. Em primeiro lugar, vale questionar a idéia de que as séries de preços não apresentam uma tendência definida. Na verdade, os dados tendenciais mostram dois longos períodos de quebras e declínio de preços —os anos do entre guerras e os anos 1980—, um período de estabilidade durante o regime de Bretton Woods —entre 1945 e 1975— e, por fim, um forte crescimento nos anos 2000. A rigor, este último período deve ser considerado como excepcional à luz do

<sup>3</sup> Ao citar bibliografia mais abrangente os textos dão margem a uma interpretação ligeiramente diferente que enfatiza uma pequena tendência negativa, mas de pequeno valor quando comparada à variância, crescente ao longo do tempo, esta sim um característica central na evolução dos preços. Essa conclusão é secundada por Cashin (2001).

comportamento secular dos preços. Destaque-se ainda o comportamento muito peculiar ou menos pronunciado dos preços do petróleo até os anos 1970 e mais acentuado a partir de então.

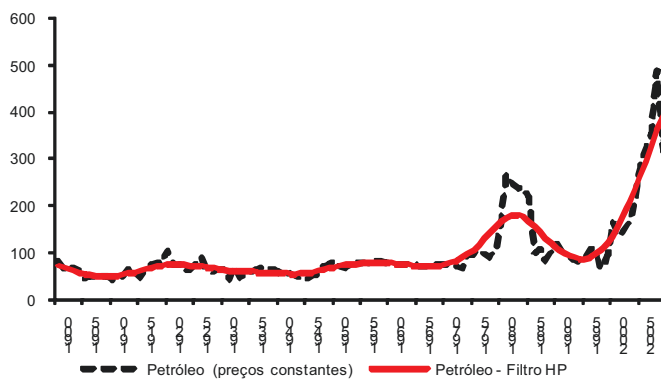
**GRÁFICO 4**  
**EVOLUÇÃO DE PREÇOS DE COMMODITIES**  
(1977/79=100)



Fonte: Pfaffenzeller, 2007; World Bank Commodity Price Data; IMF Primary Commodity Price Tables, U.S. Energy Information Administration (EIA).

A desagregação da evolução dos preços das commodities mostra a ocorrência de padrões bastante diferenciados. O Petróleo, por exemplo, após setenta anos de estabilidade e mesmo de preços baixos durante o regime de Bretton Woods mostra uma tendência muito clara de elevação após os anos 1970, com oscilações severas e aumentos cada vez maiores (gráfico 5). Isto se explica por várias razões, dentre as quais o relativo esgotamento das fontes produtoras convencionais e o deslocamento da produção para áreas de custos mais elevados. Por sua vez, a constituição do cartel da OPEP também influenciou esta tendência.

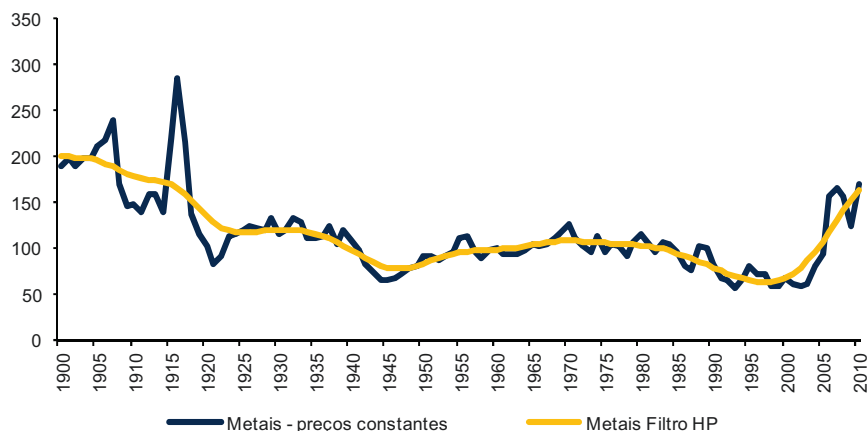
**GRÁFICO 5**  
**EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DO PETRÓLEO**  
(1977-1979=100)



Fonte: U.S. Energy Information Administration (EIA).

No que tange aos metais, algumas especificidades também marcam a sua trajetória: um longo período de declínio durante a primeira metade do século XX, apenas perturbado momentaneamente por fatos históricos graves como as guerras, um período longo de estabilidade coincidente com o regime de Bretton Woods, o declínio nos anos 1980e, finalmente, a grande expansão nos 2000.O declínio e a posterior estabilidade foram rompidos pelo choque dos anos 2000. O perfil recente é, portanto, similar ao do petróleo, mas menos acentuado.

**GRÁFICO 6**  
**EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DOS METAIS**

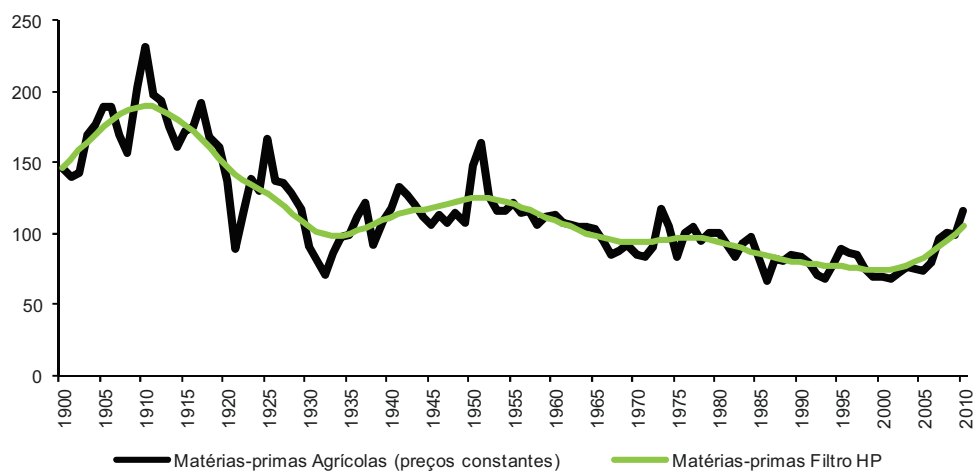


Fonte: Pfaffenzeller, 2007; World Bank Commodity Price Data; IMF Primary Commodity Price Tables.

Quando se analisam os dados relativos aos produtos agrícolas as tendências podem ser consideradas distintas. As quebras dos anos 1920 e 1980 são também observadas, porém mais acentuadas (gráficos 7 e 8). A estabilidade do período de Bretton Woods está também presente, com a diferença de que no caso das matérias primas ocorre um leve declínio. O choque dos preços do petróleo nos anos 1970 encontra paralelo no caso dos alimentos, mas não nas matérias-primas. Por fim, a recuperação que ocorre nos anos 2000 também se mostra muito menos acentuada do que aquela dos Metais e, sobretudo, do petróleo. Com todas as ressalvas já postas acima, inclusive a da alta dos anos 2000, nesses dois casos pode se falar de uma tendência mais longa e acentuada de declínio de preços mormente quando se tem em conta os patamares.

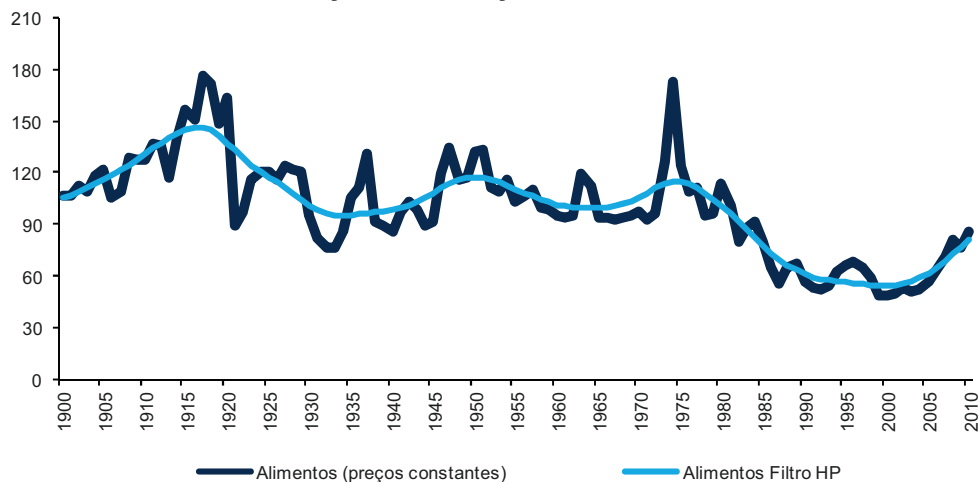
A distinção das tendências relativas ao petróleo e metais *vis-à-vis* os produtos agrícolas reflete importantes diferenças, tanto do ponto de vista da produção quanto dos mercados. No que tange à oferta, as fontes de produção são muito mais monopolizáveis nos primeiros do que nos últimos, constituindo barreiras à entrada efetivas. Ademais, a agricultura acompanhou mais de perto o ritmo de incorporação do progresso técnico das manufaturas. No que tange à demanda, a literatura indica uma menor elasticidade-renda e maior possibilidade de substituição por sintéticos nos produtos agrícolas comparativamente aos metais, mas principalmente comparando-os ao petróleo enquanto fonte de energia.

**GRÁFICO 7**  
**EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DE MATÉRIAS PRIMAS AGRÍCOLAS**



Fonte: Pfaffenzeller, 2007; World Bank Commodity Price Data; IMF Primary Commodity Price Tables.

**GRÁFICO 8**  
**EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DOS ALIMENTOS**



Fonte: Pfaffenzeller, 2007; World Bank Commodity Price Data; IMF Primary Commodity Price Tables.

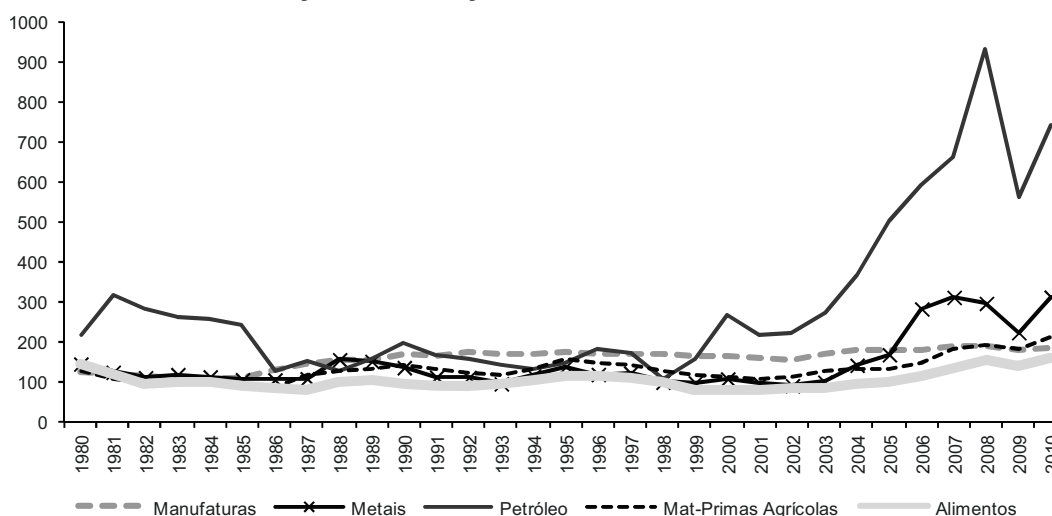
Esse argumento é reforçado por Kosacoff (2007), para quem há uma dinâmica do progresso técnico distinta nos produtos agrícolas que permite substituir produtos naturais por sintéticos ou mesmo diminuir o consumo por unidade de produto. Ademais é necessário também levar em conta que a inovação tecnológica permite incorporar mais facilmente novas áreas de produção. No que tange à demanda, a continuidade do crescimento da renda nos países asiáticos fatalmente a deslocará para produtos mais nobres e de maior valor agregado, como carnes, derivados de leite e processados em geral.

A análise dos dados estatísticos relativos à evolução recente dos preços correntes das commodities é inequívoca em evidenciar seu aumento, com as características já apontadas de intensidade, duração e abrangência. Contudo, como alerta a UNCTAD (2009), é preciso atentar para algumas peculiaridades desses aumentos de preços, como o fato deles serem mais pronunciados no petróleo e metais *vis-à-vis* os produtos agrícolas, e também para outro atributo da performance diferenciada, presente no fato de que, para as commodities de origem agrícola, o pico dos anos 1970, em

termos reais, não ter sido ultrapassado. O mesmo trabalho acima citado elenca como fatores determinantes da elevação dos preços após 2002 o deslocamento da demanda associado ao crescimento da Ásia e a capacidade de oferta reduzida por conta dos baixos investimentos dos anos 1990, uma década de preços caracteristicamente baixos.

Os dados do gráfico 9, relativos à evolução dos preços correntes no período pós 2000, mostram a significativa diferença na intensidade e na dinâmica dos choques de preços de acordo com as várias commodities, muito mais pronunciados no petróleo e nos minerais comparativamente aos bens agrícolas, como já salientado. A elevação dos preços do petróleo vem, a rigor, do final dos anos 1990, mas foi atenuada pela recessão do início dos anos 2000 nos EUA. Isso pode indicar um padrão de elevação de preços relativamente mais descolado do efeito China. Seguem-se, em ordem cronológica e de intensidade, os aumentos de preços de Metais, Matérias Primas e, por último, Alimentos, estes dois últimos grupos sem ganhos reais significativos ante as manufaturas.

**GRÁFICO 9**  
**EVOLUÇÃO DOS PREÇOS NOMINAIS DE COMMODITIES**



Fonte: Pfaffenzeller, 2007; World Bank Commodity Price Data; IMF Primary Commodity Price Tables, U.S. Energy Information Administration (EIA).

Quando se discute os períodos de elevação de preços das commodities uma questão crucial é a da duração dessa fase de alta, pois o padrão histórico sempre foi marcado por sua forte intensidade e curta duração. É possível, contudo, que se esteja diante de uma conjuntura histórica peculiar que poderá alterar esse padrão por conta do persistente crescimento da Ásia e da exaustão temporária dos recursos energéticos, dado o padrão tecnológico atual, com irradiação para os demais segmentos.

O rápido crescimento da China desde meados dos anos 1980 alterou de maneira substancial a geografia econômica global, bem como o perfil de demanda por matérias primas (CEPAL, 2011). Há vários fatores que explicam esse perfil de demanda: a forma de inserção da China nas cadeias produtivas globais e no espaço do Sudeste Asiático, atuando como um *hub* global, proporcionou um intenso processo de industrialização acompanhado de urbanização acelerada que redundou no crescimento muito rápido da demanda por petróleo e metais, como mostrado por Artus (2011), num quadro de oferta de recursos naturais relativamente escasso no país e na região. Por sua vez, o crescimento da renda também deu origem a um aumento significativo da demanda por alimentos e matérias primas agrícolas.

Quando se discute o impacto da China nos preços das *commodities* costuma-se enfatizar os efeitos sobre a demanda desses bens. Todavia, a melhora dos preços relativos das commodities está também associada à queda de preços das manufaturas decorrente da participação da China na produção de partes

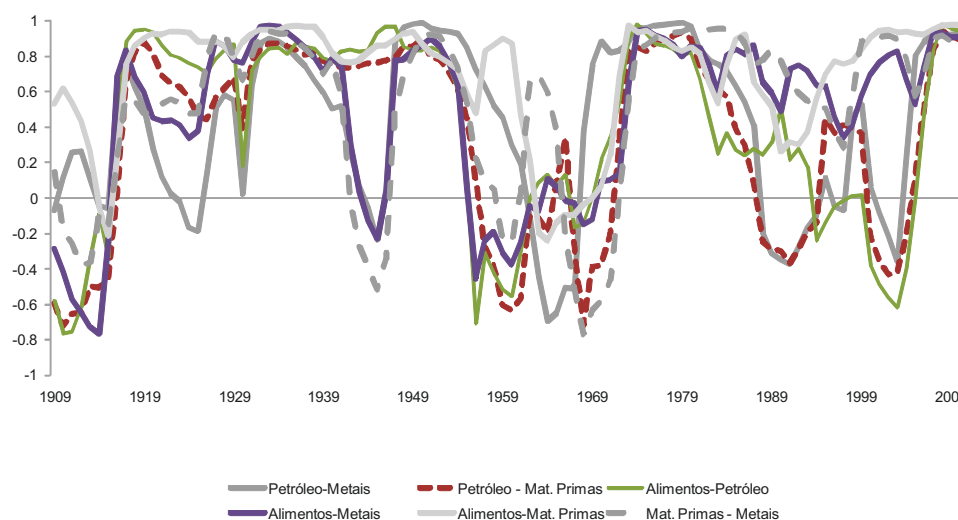
e peças com níveis salariais sensivelmente mais baixos, como apontado por vários estudos (ARTUS, 2011). Dito de outra maneira, uma das razões relevantes para o aumento dos preços relativos das *commodities* deve-se ao deslocamento da produção de manufaturas para regiões com oferta ilimitada de mão-de-obra, exercendo um efeito deflacionista sobre os preços e uma comoditização de vários segmentos manufatureiros.

Algumas instituições, por exemplo a OECD (2011), destacam como fator básico de aumento de preços as mudanças ocorridas no âmbito da oferta e, mais precisamente, aos custos crescentes da produção de energia e sua propagação direta e indireta para as demais *commodities*. Assim, teríamos o encarecimento da produção de energéticos, sobretudo petróleo, com o deslocamento da exploração para áreas com custos mais elevados, com destaque para os campos de águas profundas. Este aumento de preços torna competitiva a produção de biocombustíveis que por sua vez disputam terras agricultáveis com os alimentos e matérias-primas, restringindo a sua produção e pressionando preços.

## B. Perfis de correlação e volatilidade

A evolução da correlação entre as variações de preços das *commodities* sugere um padrão estável determinado pela fase do ciclo e pelo regime monetário vigente. Assim, de acordo com os dados do Gráfico 10, os períodos de maior correlação entre as variações de preços são aqueles de alta ou de distúrbio gerais como as guerras. São marcantes as elevadas correlações na I e II Grande Guerras, no choque dos anos 1970 e, recentemente, no auge dos anos 2000. Por sua vez, a dispersão dos reajustes é característica dos períodos de queda de preços ou de estabilidade como, por exemplo, durante o regime de Bretton Woods. Parece claro também que o regime monetário internacional, ou mais precisamente o regime cambial e, mais ainda, o de taxas fixas de câmbio, tem papel relevante na redução das correlações.

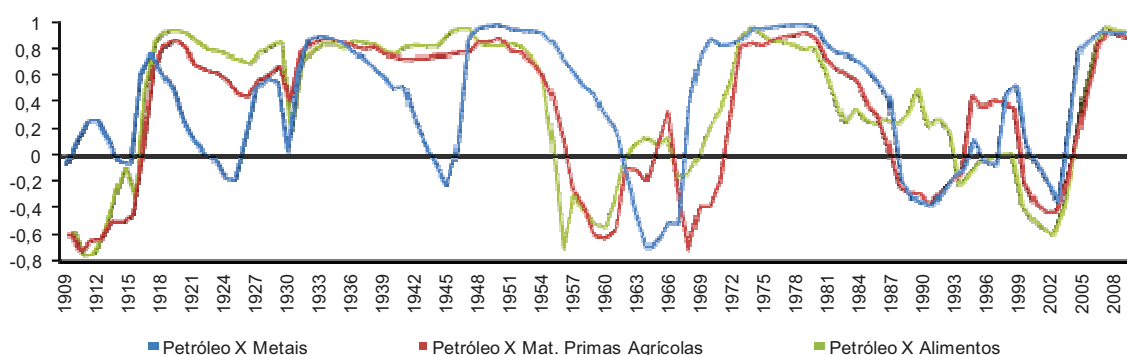
**GRÁFICO 10**  
**PREÇOS DE COMMODITIES: CORRELAÇÃO DE VARIAÇÃO DE PREÇOS**  
(Média móvel de 10 anos)



Fonte: Pfaffenzeller, 2007; World Bank Commodity Price Data; IMF Primary Commodity Price Tables, U.S. Energy Information Administration (EIA).

Uma particular desagregação dos dados traz informações importantes sobre a evolução das correlações. Quando se comparam a evolução dos preços do petróleo com as das demais commodities fica evidente o aumento da correlação ao longo do tempo. Ela já era significativa e seguia o padrão cíclico para a combinação petróleo-alimentos e petróleo-matérias primas agrícolas, mas torna-se crescente também para o par petróleo-metais. Conforme mostra o gráfico 11, este novo padrão se manifesta de modo inequívoco ao longo dos anos 1990, mas tem início no choque do petróleo nos anos 1970. O aspecto relevante a tomar em conta é que essa correlação torna-se relativamente independente da etapa do ciclo de preços, sugerindo a presença de outros determinantes provavelmente associados à reorganização dos mercados de commodities após esta década e ao fenômeno da financeirização.

**GRÁFICO 11**  
**PREÇOS DE PETRÓLEO E DEMAIS COMMODITIES: CORRELAÇÃO MÉDIA MÓVEL DE 10 ANOS**



Fonte: Pfaffenzeller, 2007; World Bank Commodity Price Data; IMF Primary Commodity Price Tables, U.S. Energy Information Administration (EIA).

De acordo com Sinott (2010) e South Centre (2010), outra característica importante das commodities, a alta volatilidade de preços, seria decorrente da baixa elasticidade-preço da oferta e da demanda desses bens. Esta volatilidade ocorreria independentemente da tendência de preços a longo prazo, se estáveis, declinantes ou crescentes. Isto se transmitiria à economia como um todo por meio do aumento dos riscos e da incerteza via variações da renda e da posição da taxa de câmbio afetando, sobretudo, ao investimento, e esse efeito seria tão maior quanto maior a especialização da economia. Dados os altos investimentos iniciais (sunk costs) exigidos na produção de commodities, principalmente na produção de petróleo, mineração e culturas agrícolas permanentes, a volatilidade de preços tornaria sua produção altamente arriscada, exigindo alguma forma de apoio estatal para a sua viabilidade.

Por trás de atributos como as baixas elasticidades-preço escondem-se importantes características estruturais da produção e consumo desses bens e que explicam porque os desequilíbrios entre oferta e demanda se resolvem predominantemente por alterações de preços e não de quantidades, caracterizando esses ramos produtivos como *flex prices* em contraposição aos ramos industriais *fix prices*. De acordo com a proposição kaleckiana, a dinâmica dos *flex prices*, típica do setor de *commodities*, teria como característica os mark-ups flexíveis, ajustáveis em função do comportamento da demanda. Já no caso dos *fix prices*, típicos da produção industrial, os *mark ups* seriam rígidos e a resposta ao aumento da demanda seria a ampliação da oferta, permitida pelas margens de capacidade ociosa planejadas.

Do ponto de vista da oferta, o atributo principal que sustenta as baixas elasticidades-preço é a sua rigidez, que não permite uma resposta imediata da produção ao estímulo de demanda ocasionando uma elevação de preços. Do ponto de vista da demanda, a particularidade é a essencialidade do bem, que diante de uma contração da oferta não permite a sua substituição, implicando uma elevação dos preços. Assim, a variação da demanda, ao encontrar uma oferta rígida, implica em variações de preços. Da mesma forma, a variação da oferta ao se deparar com uma demanda também rígida acarreta um ajuste de

preços. Olhando da ótica da trajetória concreta da volatilidade dos preços, elas resultam de choques de demanda associados aos ciclos de crescimento dos países desenvolvidos e que atingem principalmente as commodities minerais e petróleo e choques de oferta oriundos de fatores climáticos que afetam com muito mais frequência os bens oriundos da agricultura.

O período pós Bretton Woods enseja fatores adicionais de ampliação da volatilidade associados à instabilidade dos preços-chave; taxas de juros e de câmbio que por sua vez estão determinadas pelo processo de liberalização financeira e adoção dos regimes de câmbio flutuantes. A cotação das *commodities* na moeda reserva, o dólar, implica em que quando essa moeda varia em relação às demais preços das *commodities* se ajustam para compensar a variação da taxa de câmbio. Como os estoques físicos têm um custo de carregamento, associados às taxas de juros de curto prazo, a maior variabilidade dessas últimas implica em flutuações do montante dos estoques, da demanda e dos preços.

A flutuação de preços das *commodities* tem sérias implicações para as economias latino-americanas. Se as economias possuem um alto grau de abertura e dependência da exportação de *commodities*, a volatilidade acarreta a variação correspondente das receitas cambiais e fiscais com implicações sobre a trajetória da taxa de câmbio e a postura fiscal. Num regime de câmbio flutuante, as variações exacerbadas do valor da moeda nacional criam um clima de elevada incerteza principalmente para aquelas decisões que envolvem prazo mais longo, vale dizer, o investimento. A variação das receitas fiscais, por sua vez, instabilizam o gasto público e, via de regra, afetam o componente do gasto de menor sustentação política, o investimento. A conclusão é que para países muito dependentes das *commodities*, o principal efeito da volatilidade seria a redução das taxas de investimento e do crescimento a longo prazo.

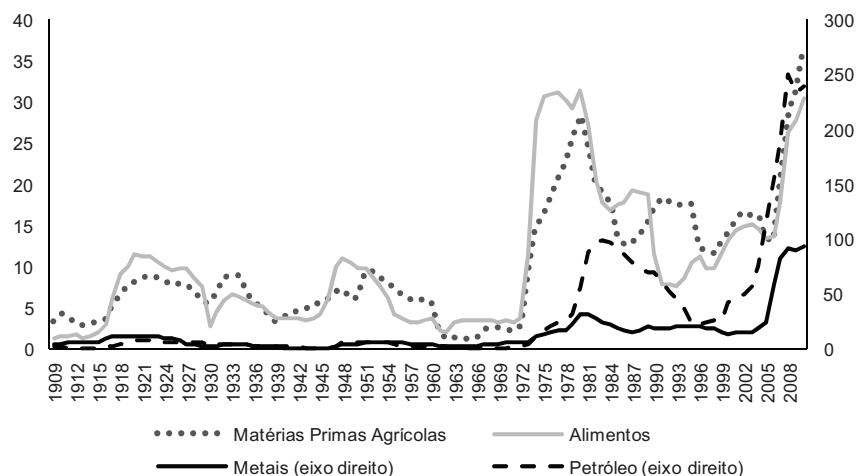
Por essa análise se pode concluir que os efeitos negativos da especialização na produção desses bens independem da existência de uma tendência declinante de preços no largo prazo. Bastam a volatilidade e a especialização. Aliás, com esta conclusão estão também de acordo as vertentes que negam as desvantagens da produção de *commodities per se*, conforme discutido acima. Há, desse ponto de vista, um consenso quanto aos malefícios da especialização associada à volatilidade de preços, que caracterizariam uma situação real ou potencial de doença holandesa.

É inequívoca a ampliação da volatilidade de preços das *commodities* ao longo do tempo, como mostra o gráfico 12. Do ponto de vista histórico há claramente um divisor de águas, os anos 1970 com as suas várias características já assinaladas e que contribuem para acentuar de maneira muito significativa esta volatilidade. Na primeira metade do século XX, a variância dos preços segue um padrão cíclico muito influenciado por fatores extremos como a Primeira e Segunda Grande Guerras e a Grande Depressão. Em termos absolutos todavia, os valores observados para a volatilidade nesse período são sensivelmente inferiores aos da segunda metade do século. O padrão cíclico persiste após os anos 1970, no entanto, não só os valores das variâncias são substantivamente mais altos como crescentes a cada pico. Isso fica mais evidente se considerarmos também o petróleo, cuja volatilidade dos preços é a que mais aumenta após os anos 1960.



## GRÁFICO 12 PREÇOS DE COMMODITIES: VOLATILIDADE

(Média móvel de 10 anos)



Fonte: Pfaffenzeller, 2007; World Bank Commodity Price Data; IMF Primary Commodity Price Tables, U.S. Energy Information Administration (EIA).

Um aspecto adicional da volatilidade dos preços das *commodities* assinalado por Bello (2008) com implicações econômicas relevantes, diz respeito aos períodos de duração das altas e quedas de preços. A literatura enfatiza o padrão de “auges intensos e longos vales” (*short peaks and long troughs*), ou, dito de outra maneira, os períodos de baixa de preço tem duração bem mais acentuada do que os de alta, via de regra concentrados no tempo. Na verdade, como assinalado acima, são esses períodos de alta concentrados no tempo que impedem a existência de uma tendência secular de queda. Do ponto de vista das decisões econômicas, sobretudo no que tange à decisão de investimento, pode-se concluir que este padrão de evolução acentua a incerteza contribuindo para o seu racionamento, especialmente naqueles setores que possuem longo prazo de maturação.

## C. A financeirização dos preços das commodities

### 1. Preços de commodities e derivativos

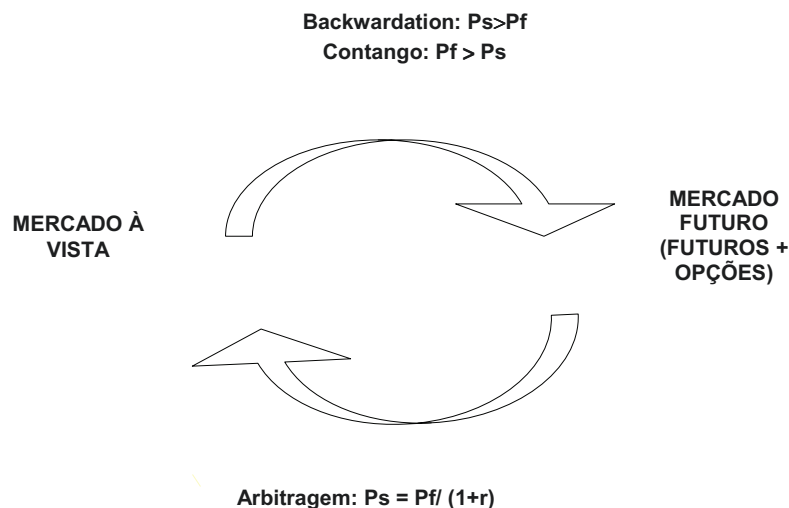
De um ponto de vista mais geral, para os anos recentes pode-se postular uma aproximação entre a determinação dos preços das *commodities* e a dos outros ativos financeiros, obviamente com algumas especificidades para as primeiras. A semelhança residiria na importância dos mercados futuros na determinação dos preços exatamente por terem o atributo da maior liquidez. Uma vez determinados os preços futuros, os preços à vista se determinariam por arbitragem. A diferença com os mercados financeiros residiria na existência de um mercado à vista no qual se transacionam bens físicos e não apenas valores

O esquema abaixo representa o funcionamento dos mercados compreendendo as seguintes etapas, ilustrada no Quadro 1:

- determina-se o preço da *commodity* no mercado futuro (Pf), com base nas expectativas e apostas dos agentes relevantes, no caso os especuladores, que, em tese, possuem as informações relevantes. Esse mercado, por não envolver entrega física do produto e permitir a alavancagem, é o principal *locus* de ação desses últimos.

- b) num momento de tempo qualquer o preço futuro ( $P_f$ ) pode estar acima ou abaixo do preço à vista. A relação entre preço futuro e preço à vista (ou *spot*) é denominada de base. Se a base é maior do que 1, ou seja, ( $P_f > P_s$ ) diz-se que o mercado está numa posição *contango*. Se o contrário ocorre, ou seja, a base é menor do que 1, e ( $P_f < P_s$ ), o mercado está em *backwardation*.
- c) uma vez estabelecido o preço futuro, o preço à vista é determinado por arbitragem fazendo-se valer a paridade  $P_s = P_f / (1+r)$ , onde  $r$  é a taxa de juros corrente, ou seja, as desigualdades abrem a oportunidade de arbitragem. Se, por hipótese, ( $P_f > P_s$ ), ou seja,  $P_s < P_f / (1+r)$ , os arbitradores compram à vista e vendem no futuro obtendo um rendimento certo. Com esta ação fazem aumentar o preço à vista e cair o preço futuro, restabelecendo a paridade. Na hipótese contrária, se  $P_s > P_f / (1+r)$ , os arbitradores vendem à vista e compram no futuro aumentando o preço *spot* e derrubando o futuro. A arbitragem é apenas um mecanismo de transmissão entre preço futuro e preço à vista e não forma tendência de preço.

### DIAGRAMA 1 RELAÇÕES ENTRE PREÇOS FUTUROS E À VISTA



Fonte: Elaboração do autor.

A operação do mercado de derivativos de *commodities*, por se tratar de um mercado de bens, envolve outras variáveis conforme se explicita a seguir. De acordo com Roache (2010), a regra de arbitragem é modificada por que há um custo de estocagem ( $k$ ) do bem físico, para entrega futura, que se soma ao custo de carregamento. Este custo de estocagem se justificaria pela possibilidade de obtenção de um *convenience yield* ( $y$ ), cuja grandeza seria determinada pela magnitude dos estoques. Este último traduziria o prêmio embutido no preço à vista de se possuir estoques físicos de *commodities* diante de determinadas situações definidas pelo nível de estoques correntes e expectativas de mercado.

O *convenience yield* faz parte do preço à vista e constitui um prêmio atribuído à posse do bem físico e varia inversamente com o nível de estoques existentes, isto é, *ceteris paribus*, quanto mais alto o nível de estoques, menor a parcela do preço à vista a ele atribuída e vice-versa. Mas ele muda também de intensidade de acordo com as expectativas dos mercados futuros. Assim, num mercado *contango*, no qual a base é positiva, ou seja, o preço futuro é maior do que o preço à vista, o prêmio de se possuir estoques correntes (*convenience yield*) é menor do que na situação oposta de *backwardation*, quando se espera que o preço futuro seja menor do que o preço *spot*.

Mais precisamente, num mercado em *backwardation*, com preço futuro menor do que o preço *spot*, uma variação negativa dos estoques aumentará desproporcionalmente o *convenience yield*. Isto porque as expectativas levam necessariamente à perspectiva de exaustão desses estoques por falta de interesse em carregá-los. Na situação contrária, um aumento dos estoques levará à queda desproporcional do *convenience yield*.

Num mercado *contango* —preços futuros maiores do que os preços *spot*— o *convenience yield* é muito menos sensível às variações dos estoques porque não há como no caso anterior a probabilidade de sua exaustão, pois o seu nível deverá aumentar diante das expectativas do mercado. Assim, o *convenience yield* relaciona preços à vista e nível dos estoques mediado pela situação do mercado futuro. Numa situação de *backwardation*, o *convenience yield* será muito sensível ao nível de estoques, ou um possível desequilíbrio entre oferta e demanda, pois haverá baixa disposição para formar estoques.

Como sublinhado acima, por características específicas dos mercados de commodities, o preço à vista será igual ao preço futuro descontado à taxa de juros corrente apenas quando o *convenience yield* menos o custo de estocagem for igual a zero ( $y - k = 0$ ). Ou seja, a regra de arbitragem dos mercados financeiros vale para a determinação dos preços à vista das commodities sujeito ao resultado do *convenience yield* deduzido o custo de estocagem. Dito de outra maneira, a arbitragem entre o preço futuro e preço à vista é mediada pelo nível de estoques e expectativas ou posição do mercado.

Do que foi posto acima convém reter que a determinação dos preços das *commodities* sob a influência dos mercados de derivativos sofre a influência de três variáveis cruciais: das expectativas quanto ao preço futuro, da taxa de juros corrente e do nível de estoques. Essa forma de constituição torna esses mercados mais voláteis do que os mercados de ativos tradicionais.

## 2. A financeirização do mercado de commodities

Um dos aspectos mais relevantes das recentes modificações nos mercados de commodities diz respeito à financeirização dos preços cuja característica central seria o seu descolamento periódico dos fundamentos. Esta financeirização encontraria explicação na crescente participação de determinada classe de investidores nesses mercados, através dos derivativos, ou, mais propriamente, dos mercados futuros de índices.

De acordo com Mayer (2011) esses investidores se diferenciariam daqueles tradicionais por que os seus investimentos obedeceriam a uma lógica de alocação de portfólio com importante influência do *carry trade*, ou, mais precisamente, das estratégias de investimento especulativas. No caso do mercado de *commodities*, esta última deve ser entendida como uma estratégia de investimento alavancado com formação de passivos em uma moeda de baixa taxa de juros, para aplicação em futuros de *commodities*, logo, com forte influência das expectativas quanto à evolução dos preços das *commodities* mas também dos diferenciais de taxas de juros e taxas de câmbio.

O aspecto crucial a ressaltar nessa nova forma de organização dos mercados é que a financeirização teria várias consequências sobre os preços como, por exemplo, ampliar os movimentos originados nos fundamentos, exacerbando-os, aumentar a volatilidade e ampliar a correlação entre suas variações. Do ponto de vista histórico essa mudança teria se consolidado após meados de 2000. Até esta data os especuladores nos mercados de *commodities* buscavam, sobretudo, fazer hedge contra a inflação ou a variação do dólar. Após essa data observa-se uma correlação significativa desses investimentos com os preços de outros ativos financeiros e com as moedas-alvo do *carry trade*.

A tese de que os mercados e preços das *commodities* são dominados por investidores especulativos, ou a de que têm crescentemente se financeirizado, não é consensual. Autores como Gorton (2004), trabalhando sobre o período 1959 a 2004, concluem que os investidores nesses mercados obtiveram um retorno de longo prazo equivalente ao das *equities*; que esse retorno teve correlação negativa com o das ações e bônus e positiva com a inflação corrente e esperada e também com a posição do dólar. Ou seja, os mercados de derivativos prestariam um serviço à economia assegurando hedge para os interessados em garantir preços e remunerando os investidores pela média dos retornos dos demais ativos, ou, ademais, servindo de hedge contra a inflação e variação cambial.

Essa proposição não leva conta importantes modificações ocorridas nesses mercados como alertado por UNCTAD (2009). A primeira modificação relevante nesses mercados vem da mudança do perfil dos especuladores e da sua forma de investimento. Nos últimos anos, o mercado foi inundado de novos *players*, principalmente os fundos de investimento de vários tipos. Por sua vez, o mercado desenvolveu novos instrumentos substituindo significativamente os futuros e opções de preços de produtos específicos por aqueles vinculados a índices de agregados.

Os especuladores tradicionais, na etapa pré-financeirização, compravam e vendiam contratos para ganhar margem, ou seja, diferenças de preços, atuando como *market makers*. Para agir dessa forma deveriam possuir informações prospectivas sobre o comportamento dos vários mercados ou produtos, subjacentes aos contratos. A sua ação como especulador, no mais das vezes, se circunscrevia ao mercado de *commodities*, do qual possuíam informações qualificadas. Por essa razão sua posição no mercado (baixista ou altista) mudava com frequência constituindo fonte de liquidez para o mesmo.

O especulador financeirizado investe em índice e sua principal motivação não é o conhecimento do mercado, mas o fato de que esses índices não estão correlacionados com a evolução dos preços de outros ativos. Sua decisão está associada a uma escolha de portfólio, dentre vários ativos. Desse ponto de vista, realizam com frequência apostas unidirecionais (baixista ou altista), exacerbando a trajetória inicial de preços. Ao discutir o assunto Mayer (2010) enfatiza como consequência dessa mudança a transformação das *commodities* numa classe particular de ativo e sua sujeição às mesmas regras de formação de preços dos ativos financeiros e ao desenvolvimento recorrente de bolhas de preços.



## IV. Padrões de crescimento na América Latina

---

De acordo com Sinott (2010), a comparação da América Latina com os países desenvolvidos com abundância de recursos naturais mostra uma dependência muito maior da primeira região no que tange a produção, exportação e arrecadação fiscal das atividades baseadas nesses recursos, o que se deve basicamente ao fato de que a América Latina é muito menos diversificada do ponto de vista econômico. Apesar disso, houve alguma diversificação da estrutura produtiva e das exportações no período recente, mas a permanência dessas últimas num patamar acima de 50% ainda mostra uma elevada concentração e sensibilidade dessas economias aos choques de preços. A especialização também pode ser vista por meio de outros indicadores como, por exemplo, a comparação entre a participação da AL no PIB total mundial, que é largamente superada pelo peso da AL no comércio mundial de várias *commodities*<sup>4</sup>.

Os dados coletados por Bello (2008), na quadro 1, atestam a ainda elevada especialização das economias latino-americanas medidas pela concentração da pauta exportadora em commodities naturais e processadas<sup>5</sup>. Para o conjunto da região e seus principais países, com exceção do México, o peso das exportações de bens primários, somados às

---

<sup>4</sup> No referido trabalho, os autores constatam que após os anos 1990, enquanto ocorre uma desconcentração do destino geográfico das exportações de *commodities*, a especialização por número de produtos aumentou, o que certamente está associado ao rápido desenvolvimento da China.

<sup>5</sup> É preciso considerar que as estruturas produtivas desses países são menos especializadas do que as suas pautas exportadoras, por se encontrarem relativamente protegidas por custos de transportes e tarifas. De qualquer modo, o aumento da especialização após os anos 1990 foi incontestável.

manufaturas com base em recursos naturais, atinge o valor médio de 70% no período 2000-2006, com um mínimo de 50% no Brasil e um máximo de 84% no Chile.

Um aspecto notável nesse desempenho é que a dependência da pauta exportadora de bens primários que vinha se reduzindo até os anos 1990, volta aumentar desde então. Já a exportação de manufaturas com base em recursos naturais mantém participação estável ao longo do tempo, com pequenas oscilações.

Os dados traduzem, portanto, um fenômeno inequívoco: a maior dependência da América Latina das exportações de *commodities*. Isto é observável não só para a média da região, como para as suas maiores economias, exceto o México, país no qual a presença das *maquilas* muda a composição das exportações na direção de manufaturas intensivas em trabalho, com pouco valor agregado internamente. A Colômbia é uma exceção de menor monta, pois realiza uma diversificação de primários para a manufatura intensiva em recursos naturais.

**QUADRO 1**  
**AMÉRICA LATINA: ESTRUTURA DA PAUTA DE EXPORTAÇÕES EM PAÍSES SELECIONADOS**

	Em porcentagens do total					Variação	
	1962-69	1970-79	1980-89	1990-99	2000-06	1980-89 / 1962-69	2000-06 / 1990-99
<b>Argentina</b>							
Commodities	76,5	61,5	54,5	46,4	46,9	-22,0	0,5
Fabricação	22,7	37,5	45,1	52,8	50,9	22,4	-1,9
Baseados em recursos naturais	18,1	19,1	24,9	25,7	25,4	6,8	-1,2
<b>Brasil</b>							
Commodities	78,6	57,3	35,5	26,2	28,5	-43,1	2,3
Fabricação	20,9	41,1	63,4	72,4	69,5	42,5	-2,9
Baseados em recursos naturais	15,7	20,9	24,6	25,9	23,9	8,9	-2,0
<b>Chile</b>							
Commodities	23,3	20,5	34,6	34,6	35,9	11,3	1,3
Fabricação	76,4	79,2	64,6	63,1	61,5	-11,8	-1,6
Baseados em recursos naturais	74,6	75,4	60,3	54,5	52,7	-14,3	-1,8
<b>Colômbia</b>							
Commodities	88,0	71,8	67,7	59,4	49,8	-20,3	-9,6
Fabricação	11,7	27,0	29,7	39,0	48,7	18,0	9,7
Baseados em recursos naturais	7,0	12,9	14,3	14,2	17,5	7,3	3,3
	Em porcentagens do total					Variação	
	1962-69	1970-79	1980-89	1990-99	2000-06	1980-89 / 1962-69	2000-06 / 1990-99
<b>América Latina (16) sem México</b>							
Commodities	69,1	59,9	49,8	42,0	44,7	-19,3	2,7
Fabricação	30,5	39,3	49,4	56,4	53,8	18,9	-2,6
Baseados em recursos naturais	26,9	27,5	28,0	27,9	25,1	1,1	-2,7

(continua)

Quadro 1 (conclusão)

	Em porcentagens do total					Variação	
	1962-69	1970-79	1980-89	1990-99	2000-06	1980-89 / 1962-69	2000-06 / 1990-99
México							
Commodities	56,2	50,7	63,7	21,5	14,1	7,5	-7,4
Fabricação	42,4	48,2	35,9	78,0	85,4	-6,5	7,4
Baseados em recursos naturais	28,3	22,3	13,0	9,3	6,7	-15,3	-2,6

Fonte: Bello y Heresi (2008) en base a United Nations Comtrade database.

De um ponto de vista histórico, as grandes mudanças da pauta exportadora na América Latina ocorreram com velocidade decrescente até os anos 1990. A partir de então, ocorre uma re-especialização para todos os países nas exportações de bens primários somados à manufatura baseada em recursos naturais, à exceção do México. Um aspecto a ser destacado é que para os grandes países da região como México, Brasil e Argentina, as mudanças ocorrem durante os anos 1990 e estão mais associadas às reformas liberais postas em prática na região e em menor intensidade ao ciclo de preços dos anos 2000.

O impacto que os ciclos de preços têm sobre a América Latina não depende apenas da especialização exportadora, mas é mediado por dois outros fatores: a estrutura das importações, que define o país como um exportador líquido de commodities, e também a importância de uma *commodity* particular na pauta de importações, o petróleo, cuja evolução de preços é muito singular ao longo do ciclo recente.

Medindo o impacto do ciclo de preços recente pelo índice de relações de troca, constata-se que ele foi muito significativo, com um ganho médio expressivo para a região, mas que esconde situações muito diversas de ganhos extraordinários e perdas expressivas (quadro 2). Pode-se identificar ao menos três grupos de países na América Latina: aqueles cujos ganhos de relações de troca supera a média, constituído por um grupo de exportadores de petróleo e gás (Venezuela, Bolívia), os exportadores de produtos minerais (Chile, Perú, Equador), e por exportadores agrícolas, mas com pequeno peso das importações líquidas de petróleo (Argentina e Colômbia).

**QUADRO 2**  
**ÍNDICES DE TERMOS DE TROCA**

Países e regiões	2000	Média 2007/2009
Argentina	100	125,9
Bolívia (Estado Plurinacional da)	100	141,8
Brasil	100	108,3
Chile	100	173,7
Colômbia	100	127,1
Costa Rica	100	83,7
Equador	100	115,6
El Salvador	100	93,8
Guatemala	100	88,8
Haiti	100	76,3
Honduras	100	80,1
México	100	104,5

(continua)



Quadro 2 (conclusão)

Países e regiões	2000	Média 2007/2009
Nicarágua	100	78,7
Panamá	100	88,6
Paraguai	100	104,1
Peru	100	141,1
República Dominicana	100	97,6
Uruguai	100	93,2
Venezuela (República Bolivariana da)	100	211,1
América Latina <sup>a</sup>	100	118,1

Fonte: CEPALSTAT.

<sup>a</sup> Inclui os países listados neste quadro.

Com desempenho abaixo da média, mas ainda positivo, estão os países que exportam *commodities* diversificadas (Brasil) ou agrícolas (Uruguai e Paraguai), mas são maiores importadores líquidos de petróleo. Por fim, os países da América Central e México. Os primeiros perdem significativamente relações de troca por serem importadores líquidos de *commodities* —incluído petróleo—, e o México tem uma posição equilibrada, pois a despeito de exportar principalmente manufaturas, também exporta petróleo.

Por esses dados pode-se também inferir que os determinantes dos ganhos estiveram associados ao caráter de exportador líquido de *commodities*, mas também à composição das pautas de comércio exterior: os maiores favorecidos foram os exportadores líquidos de petróleo e produtos minerais seguidos dos exportadores agrícolas. Como pano de fundo mais geral, não se pode esquecer também que os ganhos de relações de troca não resultaram apenas da elevação nominal dos preços das *commodities*, mas também da queda dos preços das manufaturas e sua parcial comoditização decorrente do *outsourcing* das grandes empresas do mundo desenvolvido em direção à Ásia e da incorporação de grandes contingentes de trabalhadores remunerados com baixos salários (UNCTAD, 2009).

Outro aspecto decisivo no que tange ao impacto dos ciclos de preços de *commodities* nas economias da América Latina diz respeito ao grau de abertura de cada economia, ou, mais precisamente, ao seu grau de dependência da demanda externa *vis-à-vis* a demanda ou mercado interno. Os dados também mostram que a situação é bastante diferenciada na região. Há um pequeno grupo de países, pela ordem: Brasil, Colômbia e Argentina nos quais o mercado interno tem mais relevância do que o externo. Para a o maior número de países —sejam exportadores líquidos de *commodities* minerais e petróleo ou de alimentos e matérias primas agrícolas— a demanda externa é crucial.

### QUADRO 3 AMÉRICA LATINA: GRAU DE ABERTURA DAS ECONOMÍAS

*Períodos selecionados (Em porcentagens)*

Países e regiões	1990-1993	1998-2001	2006-2009
Brasil	16,5	20,9	25,3
Colômbia	27,7	31,2	36,8
Argentina	16,4	22,3	42,9
Peru	28,3	32,8	49,1
Venezuela (República Bolivariana da)	57,9	43,9	51,4
México	32,8	56,5	57,6
Uruguai	39,8	39,3	58,4

(continua)

Quadro 3 (conclusão)

Países e regiões	1990-1993	1998-2001	2006-2009
República Dominicana	87,4	79,2	63,0
Guatemala	62,6	68,3	63,7
Equador	52,4	58,0	68,4
El Salvador	49,9	65,3	69,0
Bolívia (Estado Plurinacional da)	47,9	46,8	75,5
Chile	57,9	59,7	77,8
Costa Rica	73,1	93,9	98,0
Nicaragua	43,2	73,1	100,7
Paraguai	91,6	89,8	105,2
Jamaica	98,4	85,8	105,3
Honduras	92,6	120,7	126,9
Panamá	166,0	143,9	152,0
América Latina	28,6	38,5	44,7

Fonte: CEPAL, Anuário Estatístico

É importante notar que para a maioria dos países latino-americanos o peso do mercado externo vem crescendo desde os anos 1990, revertendo o processo de crescimento centrado na demanda interna característico do regime por substituição de importações que vigorou dos anos 1930 aos anos 1980. Na década de 1990 a mudança de orientação foi produzida principalmente pelas reformas liberais e pela abertura comercial e, secundariamente, pelo desempenho medíocre dos preços das *commodities*. Já nos anos 2000, tendo avançado significativamente a reorientação, é a evolução dos preços de *commodities* que explica a ampliação do grau de abertura<sup>6</sup>.

O conjunto dos dados analisados acima permite construir uma tipologia dos países latino-americanos de acordo com as variáveis dinâmicas do crescimento, ou seja, a partir do tipo de demanda autônoma responsável pelo crescimento. Pode-se assim definir dois grandes grupos: os *export led* e os *domestic led*. Nos primeiros, as exportações líquidas são a principal fonte de demanda autônoma enquanto nos segundos, a demanda doméstica. Nesse segundo caso estão apenas quatro países: Brasil Colômbia, Argentina e Perú e, no primeiro, os demais.

É possível realizar distinções adicionais dentro dos vários grupos. Assim, nos *export led*, a diferença importante é aquela existente entre o caso do México e Costa Rica e os demais, pois os dois primeiros têm na exportação de manufaturas com baixo valor agregado internamente (maquilas) a principal fonte de dinamismo, enquanto os demais se concentram em exportação de *commodities*. Outras diferenças advêm do peso da massa de salários, do consumo e da diferenciação da estrutura produtiva doméstica, que podem conferir às economias um multiplicador da renda mais elevado.

No caso dos países *domestic led*, a diferenciação se deve a diversos fatores e se expressam, por exemplo, na pauta de exportações. A maior presença de manufaturados revela a maior complexidade da estrutura produtiva doméstica. Esta, por sua vez, pode significar, além de uma indústria produtora de bens-salário (wage goods) expressiva, a presença de uma indústria de equipamentos. Essas características confeririam ao consumo e ao investimento um papel decisivo na dinâmica dessas economias. A depender do grau de diversificação e da presença de um sistema de financiamento desenvolvido, essas economias poderiam ser movidas, ao menos parcialmente, pelo consumo e investimento autônomos.

<sup>6</sup> A evolução da taxa de câmbio, ou a intensidade da valorização da moeda doméstica, nos vários países constitui-se um fator de distorção do grau de abertura na medida em que atenua o choque de preços externos. Como regra geral, o primeiro está atenuado em medidas diferentes, por conta da apreciação das moedas na região.



## V. As alternativas de política econômica

---

A dependência, em graus variados, das economias latino-americanas em relação à produção e exportação de *commodities* e, portanto, em relação à demanda externa, cria uma série de problemas para essas economias associadas a esta especialização. Mesmo em se deixando de lado aspectos mais controversos como o declínio secular de preços relativos, ou o baixo dinamismo tecnológico associado a esses produtos, restaria como característica inquestionável a volatilidade e as suas consequências sobre o investimento e variáveis macroeconômicas-chave, como as receitas cambiais e fiscais.

A solução mais permanente para o problema estaria na diversificação dessas economias, o que depende das mudanças de estratégia e políticas de desenvolvimento. Alternativas parciais compreendem o tratamento e redução da volatilidade de preços e de seus impactos negativos, envolvendo ações de política no plano nacional e internacional.

### A. As políticas nacionais

As estratégias adotadas pelos países exportadores de *commodities* para lidar com os choques e suas implicações diretas sobre as receitas cambiais e fiscais, e indiretas sobre o crescimento, têm sido variadas, envolvendo tanto a escolha de regimes de política macroeconômica como a constituição de fundos —de estabilização ou de poupança— com propósitos distintos. No que tange ao regime macroeconômico, a definição diz respeito essencialmente a escolha do regime cambial —com alguma variante entre os regimes polares— bem como o grau de pró-ciclicidade do regime fiscal.

A adequação do regime cambial deve levar em conta que o seu objetivo mais imediato é contribuir para a redução da volatilidade, ou seja, amenizar os choques externos, mas também, em prazo mais longo, evitar apreciações significativas da moeda nacional, impedindo assim a manifestação da doença holandesa. A escolha do regime cambial considerar também a especificidade das *commodities*, presente nas baixas elasticidades-preço da demanda e da oferta. Além disso, há que considerar o grau de diversificação dos países, ou seja, o grau de abertura ou relevância do mercado interno na determinação do crescimento.

Outros componentes decisivos da política macroeconômica são o regime e a postura fiscal. Em países especializados, produtores e exportadores de *commodities*, tanto a renda nacional como a receita fiscal, esta última direta e indiretamente, dependem significativamente dos ciclos determinados pelos choques externos. Por isso o desenho do regime fiscal seria crucial para que pudesse se constituir como uma força anticíclica, atuando como estabilizador da renda.

Com base em diversas combinações de regimes cambiais e posturas fiscais, desenvolveram-se ao longo da história dos países exportadores de *commodities* diferentes esquemas domésticos para lidar com os choques de preços e a volatilidade deles decorrente. O quadro abaixo propõe uma tipologia para os mais relevantes, com suas principais características. Associam-se aos vários tipos de intervenção efeitos sobre a taxa de câmbio, as finanças públicas, o nível de atividades, além de implicações mais duradouras sobre a configuração produtiva da economia.

**QUADRO 4**  
**TIPOLOGIA DAS POLÍTICAS DE INTERVENÇÃO**

Tipo de Intervenção	Efeitos sobre Taxa de Câmbio	Efeitos sobre Finanças Públicas	Efeitos sobre Nível de Atividades	Observações
Nível de reservas	+/-	Passivo líquido/ saldo primário	+/-	Passivo líquido do setor público, Distribuição da renda, Especialização/diversificação
Fundo de estabilização	+/-	Saldo primário Receita em divisas	+/-	Passivo líquido do setor público, Distribuição da renda, Especialização/diversificação
Market Boarding (Caisse de stabilization)	neutro	neutro	+/-	Políticas de transformação estrutural
Fundos Soberanos	+/-	Saldo primário Receitas em divisas	+/-	Passivo líquido do setor público e natureza do ativo, Distribuição da renda, Especialização/diversificação
Savings Funds	neutro	neutro	neutro	Poupança intergeracional

Fonte: Elaboração do autor com base em Cagnin, 2008; Jiménez, 2010; IMF, 2008.

A aquisição ou venda de divisas pelo Banco Central, com alteração do nível de reservas internacionais, constitui um tipo de intervenção padrão num regime de monopólio cambial por parte do desse órgão. Embora este tipo de ação da Autoridade Monetária esteja associado aos regimes de câmbio fixo, ele é também compatível com a flutuação desde que o Banco Central não persiga uma meta rígida quanto à taxa de câmbio, caracterizando um regime de flutuação suja. A aquisição das divisas pode ser feita por emissão de moeda ou de dívida do próprio banco central que, via de regra, esteriliza a primeira. O carregamento da posição em divisas gerará resultados positivos ou negativos, em função do

diferencial de taxas de juros, a ser transferido para o Tesouro. Na hipótese de um saldo negativo, o Tesouro pode pagar ao Banco Central com títulos de dívida ou com dinheiro oriundo do saldo primário<sup>7</sup>.

A forma da esterilização terá implicações sobre a evolução do passivo líquido do setor público. Esses recursos têm origem última no orçamento fiscal, conseguidos por meio de saldo primário ou da ampliação da dívida do setor público. No primeiro caso, o setor público aumenta a sua riqueza pelo acréscimo de ativos denominados em divisas. No segundo, pelo menos num primeiro momento, não altera o seu balanço patrimonial, pois emite dívida em moeda doméstica e, em contrapartida, acumula haveres em divisas. Nesse caso, se há um diferencial de juros a favor de um ou outro ativo, a situação patrimonial muda ao longo do tempo.

O efeito de ambas as intervenções no nível de atividades é similar, desde que a emissão de dívida pública não altere a taxa de juros *risk-free* da economia. A contração fiscal resultante do aumento do saldo primário compensa o aumento de gastos realizado pelos detentores da venda das divisas. No caso da emissão de dívida, o exercício desse poder de compra adicional é adiado. Note-se, contudo, que no primeiro caso, o da utilização do superávit primário, a anulação do aumento de poder de compra é feito pela substituição de gasto público por gasto privado, com possível redução do multiplicador e também com efeito importante na distribuição da renda, em razão das diferentes composições desses gastos. Já no segundo caso isto não ocorre, pois na prática se está postergando o gasto privado e mantendo o público.

A intensidade da esterilização, isto é, se mantém estável a taxa de câmbio, e se retira ou não, o poder de compra adicional injetado na economia, tem implicações expansionistas ou contracionistas sobre o nível de atividades e, a longo prazo, sobre a ulterior especialização ou diversificação da economia. No que tange ao primeiro aspecto, o efeito vai depender do grau inicial de especialização/diversificação da economia. Isto porque o impulso externo é mediado, de um lado, pelo multiplicador da renda keynesiano clássico ( $c$ ) e de outro, pelo (des)multiplicador ou propensão a importar ( $m$ ). Quanto mais diversificada a economia maior o primeiro e menor o segundo, e vice-versa<sup>8</sup>.

Em termos dinâmicos, uma valorização da moeda nacional encarece os bens não transacionáveis e barateia os transacionáveis. Essa apreciação, por sua vez, não desfavorece a ampliação da produção da *commodity*<sup>9</sup> e não gera nenhum incentivo à produção de outros bens não transacionáveis que sofrem forte concorrência das importações. Como resultado, tem-se que, na hipótese de um país especializado, o regime de câmbio flexível não só internaliza integralmente o choque externo como favorece a manutenção da especialização.

Para um país diversificado, com multiplicador ( $c$ ) superior ao desmultiplicador ( $m$ ), e que ademais também exporta manufaturas, o choque externo positivo, com um regime de câmbio flexível, se desdobra de maneira diferente. Inicialmente, o aumento da renda dos setores não transacionáveis é parcialmente canalizado para o exterior, diminuindo ( $c$ ) e ampliando ( $m$ ). Assim, no caso de um país diversificado, o impacto do aumento da renda é atenuado por conta da diminuição do efeito multiplicador descontado o desmultiplicador proporcionado pela apreciação cambial. Ele também cai em razão da redução das exportações de manufaturas. Quando se trata de uma economia diversificada exportadora de commodities, o regime de câmbio flexível permite mitigar o choque externo, mas essa atenuação é conseguida por meio do desincentivo à produção diversificada, sobretudo se parcela da mesma é exportada, levando a uma ulterior especialização. O mesmo raciocínio mostra que no choque

<sup>7</sup> No caso brasileiro, a operação de esterilização do impacto monetário do saldo de divisas é realizada pelo Banco Central por meio das chamadas “operações compromissadas” que são operações de venda de títulos do próprio BC com compromisso de recompra e taxas de juros diárias. Os eventuais desequilíbrios patrimoniais dessas operações são cobertos pelo Tesouro com a emissão ou resgate de títulos da dívida pública que fazem parte do ativo do BC. Dito de outra forma, o diferencial de juros das operações ativas (reservas) e passivas (títulos) gera um prejuízo para o BC que deve ser contrabalançado por aporte de moeda ou de títulos do Tesouro ao BC.

<sup>8</sup> Em termos formais, temos o multiplicador,  $c = (1/1-C)$  onde  $C$  é a propensão marginal a consumir e o (des)multiplicador  $m = (1/1-M)$  onde  $M$  é a propensão marginal a importar. O aumento de renda, dado o gasto autônomo, será obtido pelo multiplicador resultante da diferença ( $c-m$ ). Por sua vez,  $C$  e  $M$  têm soma igual a unidade  $C+M = 1$ .

<sup>9</sup> Em geral, dada a elevada vantagem comparativa na produção da *commodity* é pouco provável que a taxa de câmbio altere substancialmente a atratividade da sua produção. Assim, enquanto durar o choque de preço a sua produção continuará ampliando-se. Aqui há uma diferença crucial com um país produtor de manufatura no qual a mudança de preços relativos diminuiria a produção doméstica do bem exportado configurando um efeito quantidade negativo.

reverso o regime de câmbio flutuante ameniza esse impacto no caso dos países mais diversificados, pois ao permitir a desvalorização da moeda nacional ele incentiva a expansão das exportações de manufaturas e a eventual conversão da produção de bens não transacionáveis em transacionáveis.

Num regime de câmbio fixo, para economias que produzem commodities de forma especializada, apenas parte do choque, aquela relativa às quantidades, é transmitida à economia doméstica. A compra de divisas impede que a taxa de câmbio mude a sua posição. A rigidez da taxa de câmbio minimiza o choque e também não muda os incentivos para uma maior especialização. No choque reverso o ajuste é também pelas quantidades, mas pode-se, eventualmente, assegurar sua atenuação pela disponibilização das divisas acumuladas na fase de auge.

Se a economia é diversificada, o choque positivo permite uma ampliação maior da renda, em razão da manutenção da taxa de câmbio e da preservação do multiplicador (c) sem alteração do desmultiplicador (m). Dessa maneira, a renda dos setores transacionáveis e não transacionáveis cresce inicialmente de modo proporcional ao aumento das quantidades, mas a preservação do multiplicador, com a estabilidade da propensão a importar, maximiza os ganhos de renda. A taxa de câmbio real só vai se alterar progressivamente se os salários passarem a crescer significativamente acima da produtividade, empurrados pelo aumento do nível de atividade.

Os incentivos para o crescimento dos segmentos de bens transacionáveis e não transacionáveis também se alteram muito lentamente por conta do aumento dos salários. Eles subtraem, em tese, mais dinamismo do setor exportador de manufaturas e menos do de commodities, mas podem ser compensados ao longo do tempo pelos ganhos de produtividade. Assim, dado um choque, o efeito líquido do regime de câmbio fixo sobre a renda vai depender do multiplicador líquido (c-m).

No que tange à participação dos setores na estrutura produtiva, no longo e médio prazo poderá haver um desincentivo à exportação de manufaturas que, dada a estabilidade da taxa de câmbio real, dependerá da relação entre aumentos de salário e ganhos de produtividade. De certo modo, isto também valerá para os setores de bens não transacionáveis, que poderão sofrer a concorrência das importações. Um choque reverso numa economia diversificada com taxa de câmbio fixa vai maximizar os efeitos sobre a renda levando a que o ajuste seja feito integralmente via quantidades. De qualquer modo, a existência de divisas acumuladas pode financiar parcialmente um ajuste menos severo da renda.

Os fundos de Estabilização possuem características próprias, pois não se confundem nem com a Autoridade Monetária nem com o Tesouro, embora ajam em nome deste último. A origem dos seus recursos é fiscal e pode estar associada, por exemplo, a uma regra determinada que o Tesouro tem que cumprir, relativa ao saldo primário. Por exemplo, a obtenção de um superávit primário pode ser transferido ao Fundo constituindo a origem inicial de recursos. A compra ou venda de divisas com saldo primário dá ao fundo um patrimônio líquido em divisas, constituindo haveres líquidos do setor público acumulados no período do choque positivo e que podem ser desacumulados no choque negativo por transferência ao Tesouro.

A ação dos fundos de estabilização busca ser estabilizadora do nível de atividades, mas tem também implicações sobre a ulterior especialização da economia na medida do seu sucesso em estabilizar a taxa de câmbio. Dado que os seus recursos são oriundos do saldo primário, não há necessariamente uma correspondência entre o saldo fiscal e o saldo cambial, podendo haver deslocamentos significativos da taxa de câmbio. Quanto mais diversificada a economia, menor a correspondência. Uma alternativa mais eficaz de funcionamento do fundo de estabilização pode ser a sua desvinculação de regras fiscais ou do desempenho geral das finanças públicas e o estabelecimento de um vínculo direto com a variação de preços e receitas de exportação de *commodities* por meio da tributação direta desses bens.

As experiências dos *marketing board* ou *caisse de stabilization* são muito particulares e estiveram associadas, no regime de Bretton Woods, aos International Commodity Agreement, constituindo via de regra, sua contrapartida doméstica. A peculiaridade dessas experiências residiu no seu maior grau de intervenção sobre a comercialização e produção das *commodities*. Por ter o monopólio da comercialização da *commodity* estas instituições possuíam um controle significativo sobre o fluxo cambial e sua internalização operando, em geral, num regime de câmbio fixo. Em princípio a sua

atuação era desligada do Tesouro, mas nada impedia que transferisse recursos para o mesmo. Da mesma forma podiam atuar como um colchão amortecedor do choque externo sobre o nível de atividades.

A autonomia financeira dos *marketing board*, —e suas preocupações de longo prazo—, faziam com que atuassem na prática como instituições de fomento por meio do estabelecimento de cotas de produção, financiamento de transformações e reconfigurações produtivas. A totalidade dessas instituições, muito comuns na África foram desmanteladas nos anos 1980, sob a inspiração dos programas de ajuste estrutural.

Os Fundos soberanos são formas de intervenção semelhantes aos fundos de estabilização, com algumas diferenças importantes. Seus objetivos não são exclusivamente cíclicos e visam acumular riqueza diante de um fluxo mais permanente de divisas. Podem se constituir com recursos de origem fiscal, adquirindo posteriormente divisas do setor privado, mas não é incomum que possuam receita em divisas, originária de tributação ou participação especial na produção e exportação de uma commodity. Nessa segunda hipótese, o impacto da sua operação sobre a taxa de câmbio é mais eficaz. Da mesma forma, não exercem nenhum tipo de ingerência sobre as finanças públicas, exceto se forem estabelecidas algumas regras de transferências entre o fundo e o Tesouro. Dado que o objetivo do Fundo soberano é acumular riqueza e obter a maior rentabilidade possível, a natureza —risco e liquidez— dos seus ativos é bastante distinta dos fundos de estabilização e das reservas.

Por fim temos os *saving funds*, que podem combinar várias das características das intervenções assinaladas acima, com duas distinções relevantes. A primeira delas é o pressuposto relativo à magnitude e duração do fluxo de divisas, ambas reconhecidas como elevadas. A segunda refere-se ao caráter intergeracional da utilização dos recursos. O seu pressuposto é a conversão de parcela significativa da riqueza sob a forma de commodities em ativos financeiros e, mais raramente, em ativos produtivos que darão origem a um fluxo de retorno em divisas, que reverterão, no futuro, para prioridades domésticas. A constituição do Fundo Social associado à exploração do petróleo na camada pré-sal no Brasil é um exemplo de uma combinação de características de fundo soberano e *saving fund*.

A conveniência da utilização de uma das formas de intervenção para estabilizar os fluxos de divisas e o nível de atividades está sujeita a vários condicionantes que dependem do momento e da configuração produtiva de cada país. De qualquer modo, alguns princípios gerais podem ser estabelecidos para a escolha do instrumento: a natureza do fluxo de divisas, se temporário ou permanente; o grau de desvinculação entre a ação propriamente cambial e fiscal; o grau de diversificação da economia, e o tipo de prioridade relativa à taxa de câmbio.

## B. As políticas internacionais

As instituições e instrumentos de política internacional visando a minimização dos problemas associados à produção e consumo de bens primários possuem um longo histórico, inscrevendo-se como importante prioridade na ordem de Bretton Woods, mas progressivamente desmanteladas ao longo do período de liberalização (Ussher, 2011).

De acordo com South Centre (2010) as soluções de política econômica no plano internacional se organizaram em torno de dois grandes blocos, alguns deles com um elemento complementar doméstico significativo: políticas para combater o declínio e a volatilidade de preços, compreendendo o gerenciamento da oferta e a superação da concentração de mercado e políticas de financiamento compensatório.

As políticas de gerenciamento da oferta visam alcançar metas de preço, que podem ser tanto uma meta de patamar quanto de redução da volatilidade. Segundo Parimal (2006), o principal instrumento nesse caso seria o International Buffer Stocks, cuja forma de operação, durante o regime de Bretton Woods, foi o International Commodity Agreement (ICA), que em muitos casos se combinou com instrumentos domésticos como o Marketing Board/Caisse de Stabilization. Em tese, o ICA, que tinha a participação tanto de países produtores quanto consumidores, devia definir uma faixa de preço de variação acima do qual vendia o produto e abaixo do qual o comprava. A permanência dos preços acima



da banda indicava problemas como a insuficiência de oferta e a exaustão dos estoques e sua permanência por longo tempo abaixo da banda denotava excesso de oferta.

Para a OECD (2008), esta política de formação de estoques públicos típicas dos ICAs seria inadequada e, mais do que isto, vulnerável. De um lado, porque a definição de um preço-teto desestimularia a formação de estoques privados, deixando o ônus de carregar os estoques inteiramente a cargo do setor público. Esse ônus também ocorreria em períodos de baixa significativa de preços, levando à exaustão dos recursos para o financiamento. Por outro lado, o teto de preços poderia ser ameaçado por um ataque especulativo em razão da limitação quantitativa do estoque público. Desse ponto de vista, seria mais fácil defender o piso do que o teto. Essas dificuldades de operação dos *buffer stocks* são exacerbadas pelo comportamento dos preços das *commodities* caracterizado por longo vales e altas concentradas no tempo.

As situações extremas elencadas acima supunham ou o reajuste da banda ou o aprofundamento do controle da oferta por meio do estabelecimento de quotas de produção. No primeiro caso, a dificuldade maior é compor os interesses muito variados, que refletem o número elevado de produtores e os níveis diferenciados de produtividade, na definição dos ajustes periódicos das bandas. No caso das cotas de produção, as dificuldades de coordenação também são significativas envolvendo os acordos quanto aos níveis de preço e distribuição das cotas entre produtores. A política de cotas se mostrou muito eficaz em setores nos quais o número de produtores era pequeno e as barreiras à entrada elevadas, mas com o risco subjacente de conduzir à formação de cartéis.

As razões práticas do sucesso e do fracasso dos ICAs foram diversas, mas eles foram praticamente extintos nos anos 1980 com a saída dos países consumidores, em geral desenvolvidos, na esteira da onda de liberalização. Para a OECD (2008) é inegável que durante o período do regime de Bretton Woods a volatilidade de preços de commodities foi reduzida, e esse resultado esteve vinculado à operação de alguns ICAs na forma de acordo multilaterais geridos por governos. Esses governos, por sua vez, tinham políticas nacionais de suporte, inclusive com subsídios por meio dos *marketing boards* ou *caisse de stabilization*. Para essa instituição, que faz a crítica dos ICAs de uma perspectiva liberal, os acordos que deram resultados, ao serem baseados na intensa participação governamental, conduziram à distorção de preços por meios administrativos bem como à diminuição das parcelas de preços apropriadas diretamente pelos produtores. Essa crítica deve ser relativizada, pois a experiência de liberalização, a despeito de permitir uma apropriação de maior parcela de preço pelos produtores, conduziu à preços declinantes e mais voláteis e também à perda de serviços fornecidos por essas instituições.

Autores como Parimal (2006) discordam da ineficiência dos ICAs aduzindo que eles foram bastante eficazes na redução das volatilidades de preços, como, aliás, atestado pelos dados examinados nesse trabalho. Suas dificuldades estariam no elevado custo operacional. Diante disso, e também da avaliação de que os ICAs não são instrumentos para deter a queda de longo prazo dos preços das commodities, algumas sugestões vão na direção de operar *buffer stocks* virtuais nos mercados de derivativos, pois estes seriam menos custosos e mais eficazes para reduzir a volatilidade. Nesses últimos, a forma de ação seria exatamente a mesma de que no ICAs, com compra e venda quando os preços estivessem abaixo e acima da faixa de preços definida pelo acordo, só que a operação ocorreria nos mercados de derivativos, exigindo menos recursos (alavancagem) para estabilizar as cotações. A solução para operar o mercado de derivativos por meio de acordos coletivos apresenta, todavia, vários dos inconvenientes dos ICAs.

Além desses esquemas coletivos de intervenção sugere-se também a participação crescente de produtores nos mercados de derivativos como forma de garantia de preços e de renda. A crítica a essa alternativa feita pelo South Centre (2010) sublinha limitações tais como: a maturidade muito curta dos instrumentos, de no máximo três meses, não resolve a questão da volatilidade continuada; preços dos derivativos são apenas um pouco menos voláteis do que os dos mercados *spot*; ausência de mercados desenvolvidos nos países mais pobres.

Como sugestão complementar, mormente para países ou produtores mais pobres, estaria a solução do financiamento compensatório concedido por instituições multilaterais diante do choque negativo de preços. Esses financiamentos existem mas, como assinalado por Ocampo (2003), pairam sobre eles

críticas severas tais como: a ausência de agilidade, insuficiência de recursos disponíveis, a condicionalidade dos empréstimos e a inadequação dos esquemas de amortização. Não é demais sublinhar que esses eram exatamente os serviços prestados pelos Market Boards. Não deixa de ser curioso que os países mais pobres tenham sido induzidos pelos países mais ricos e as instituições multilaterais a dismantelar estas instituições de intervenção nos mercados agrícolas enquanto os primeiros mantiveram políticas de elevada intervenção e subsídios.



## Conclusões

---

Ao longo desse trabalho procurou-se examinar as implicações da produção de *commodities* na América Latina à luz da recente evolução de preços. Algumas das suas principais conclusões estão assinaladas abaixo:

- I. Durante a etapa da globalização, países subdesenvolvidos que optaram por uma estratégia de diversificação econômica lograram um crescimento mais rápido e um processo de catching up mais expressivo do que aqueles que permaneceram especializados. Essa constatação se manteve mesmo para os períodos mais recentes marcados pelo choque positivo de preços de commodities.
- II. O choque de preços dos anos 2000, associado com os outros choques positivos em diversos momentos históricos, impediu a manifestação mais clara de uma tendência de declínio secular de preços. Contudo, a ausência de declínio tendencial não é válida para todos os subgrupos, apenas e sem sombra de dúvidas, para o petróleo e os minerais.
- III. A significativa elevação de preços das commodities após os anos 2000 tem determinantes variados. No plano estrutural, responde ao deslocamento da demanda ocasionado pelo crescimento acelerado da Ásia, em particular da China. No âmbito da oferta, há a considerar os custos crescentes da produção da energia e a sua transmissão aos demais productos.

- IV. Para além de fatores estruturais, a elevação dos preços também esteve influenciada pela sua financeirização, caracterizada pela transformação das commodities numa classe de ativo financeiro, cujo preço é determinado simultânea e sucessivamente pelos fundamentos e pela especulação nos mercados futuros. Essa financeirização certamente potencializou os impulsos à elevação de preços oriunda do plano estrutural, exacerbando a trajetória altista, ampliando também sua volatilidade e correlação.
- V. A desorganização do aparato público de controle de estoques e a redução desses últimos, decorrente também da crescente utilização dos derivativos por parte do setor privado em substituição aos estoques físicos, constituiu outro impulso ao aumento e volatilidade dos preços.
- VI. Na discussão das formas de intervenção, no plano nacional, para mitigar os choques de preços, destacaram-se como mais apropriados para estabilizar a renda e evitar ulteriores especializações, a administração da taxa de câmbio em simultâneo com a constituição de fundos em divisas com recursos originários da participação especial na produção ou na tributação das commodities. Os fundos fiscais também podem ser instrumentos importantes mas sua eficácia é maior em economias com menor grau de especialização.
- VII. O desmantelamento do aparato público/intergovernamental que regia a produção e comercialização de commodities —os ICAs— e sua contrapartida nacional —os Market Boards—, contribuiu para exacerbar a volatilidade e eliminou um importante instrumento de racionalização da produção a longo prazo. A sua substituição por instrumentos de mercado, sobretudo os derivativos, não se mostrará capaz de resolver os problemas de maneira aprofundada, apenas amenizando-os.

Por todas essas implicações e características, a produção de *commodities* continua a ser um problema, mais do que uma solução para o desenvolvimento de longo prazo dos países latino-americanos. Desse ponto de vista, dado o nível de renda per capita desses países, a diversificação e, mais propriamente, a industrialização, continuam sendo os principais objetivos a perseguir.

## Bibliografia

---

- Akyuz, Ilmar (2005), Impasse do desenvolvimento. Novos Estudos CEBRAP.
- Artus, P., Mistral, J., Plagnol, V. (2011), L'émérgence de la Chine: impact économique et implications de politique économique. Paris: Conseil d'Analyse Économique.
- Bello, O. & Heresi, R. 2008. El auge reciente de precios de los productos básicos en perspectiva histórica. Serie Macroeconomía del desarrollo N° 71. s.l.: CEPAL, 2008.
- Cagnin, R. et al. (2008), O debate em torno da criação de um Fundo Cambial no Brasil . Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, N° 152, novembro.
- Cagnin, R. et al. (2008), O debate em torno dos fundos cambiais: experiências internacionais. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, N° 150. novembro.
- Calvo-Gonzalez, G. Shankar, R. Trezzi, R. (2009), "Are Commodity Prices More Volatile Now? A long run perspective".
- Carneiro, R. (2007), Globalização e integração periférica. Texto para Discussão 126 - Instituto de Economia da UNICAMP. Março de 2007.
- \_\_\_ (2006), O desenvolvimento revisitado. São Paulo em Perspectiva. Janeiro de 2006, pp. 73-82.
- Cashin, P. & McDermott, J. (2001), The long-run behavior of commodities prices: small trends and big variabilities. IMF Working Paper 01/68. May.
- CEPAL (1949), Estudio Económico de América Latina, Capítulo 1. Santiago: Comisión Económica para América Latina.
- \_\_\_ (2011), La República Popular China y América Latina y el Caribe. Hacia una nueva fase en el vínculo económico y comercial. Santiago: CEPAL.
- Gorton, G. and Rouwenhorst, K.G. (2004), Facts and fantasies about commodity futures. NBER working paper series, Working Paper 10595. June.
- Hausmann, R., Hwang, J. & Rodrik, D. (2007), What you export matters. Journal of Economic Growth. December de 2007.

- IMF (2008), Sovereign wealth funds: a work agenda. Washington, D.C.: s.n., 2008. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>>
- Irwin, Scott H. and Sanders, Dwight R. (2011), Index Funds, Financialization, and Commodity Futures Markets. Applied Economic Perspectives and Policy, February.
- Jiménez, J. P. & Tromben, V. (2010), Fiscal policy and the commodities boom: the impact of higher prices for non-renewables in Latin America and the Caribbean. CEPAL Review N° 90. 2010.
- Kosacoff, B y Campanario, S. (2007), La revalorización de las materias primas y sus efectos en América Latina. Santiago: CEPAL, Serie Documentos de proyectos.
- Macedo e Silva, A.C. (2011), Mudanças estruturais na economia global: produção e comércio. [A. do livro] R e Majestic, M Carneiro. Desafios do Desenvolvimento brasileiro. Brasília: IPEA.
- Maurer, A. e Degain, C. (2010), Globalization and trade flows: What you see is not what you get. Genève: World Trade Organization: Division of Statistics.
- Mayer, J. 2010. The financialization of commodity market and commodity price volatility. [A. do livro] S. Kotte, D. Márquez, A. Priewe, J Dullien. The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries. Genève: UNCTAD.
- Mayer, J. (2011), The Financialization of Commodity Markets and Commodity Price Volatility. [A. do livro] S (ed) et al Dullien. The Financial and Economic Crisis of 2008-2009 and Developing Countries. s.l.: UNCTAD.
- Mulder, Nanno (2006), Aprovechar el auge exportador de productos básicos evitando la enfermedad holandesa. Serie Comercio Internacional. s.l.: CEPAL.
- Ocampo, J. A. e Parra, M. A. (2003), Returning to an eternal debate: the terms of trade for commodities in the twentieth century. Santiago de Chile: CEPAL.
- OECD (2008), An assessment of international commodity agreements for commodity price stabilization.
- \_\_\_ (2011), The OECD-FAO Agricultural Outlook, 2010-2015. Paris: OECD.
- Parimal, J. (2006), Rethinking policy options for export earnings. Genève: South Center.
- Pfaffenzeller, S. Newbold, P. e Rayner, A. (2007), A Short Note on Updating the Grilli and Yang Commodity Price Index. The World Bank Economic Review. Vol. 21, N° 1, pp. 151-163.
- Roache, S. Nese, E. 2010. How commodity prices curves and inventories react to shortrun scarcity shocks. IMF Working Paper 10/222, September.
- Sinott, E. Nash, J. De la Torre, A. (2010), Natural Resources in Latin American and the Caribbean: Beyond Booms and Busts. Washington: The World Bank.
- South Centre (2010), Commodity dependence and Development: suggestions to tackle the commodities problems. Genève: South Centre, 2010.
- \_\_\_ (2008), Rebalancing the supply chain: buyer power, commodities and competition policy. Genève: South Centre.
- UNCTAD (2011), Recent developments in key commodity markets. Special Commodities Unit. [Online] March de 2011. [http://unctad.org/en/docs/cimem2d13\\_en.pdf](http://unctad.org/en/docs/cimem2d13_en.pdf).
- \_\_\_ (2011), Global Commodities Forum. [Online] 2011. <http://www.unctad.info/en/Global-Commodities-Forum-2011/>.
- \_\_\_ (2011), Policy actions to mitigate the impact of highly volatile prices and incomes on commodity dependent addition and greater participation in commodity value chains by commodity-producing countries. Special unit on Commodities. [Online] 2011. Disponível em: [http://unctad.org/en/docs/cimem2d14\\_en.pdf](http://unctad.org/en/docs/cimem2d14_en.pdf).
- \_\_\_ (2009), Trade and Development Report, 2008. Genève: United Nations.
- Ussher, L. (2011), Combining International Monetary Reform with Commodity Buffer Stocks: Keynes, Graham and Kaldor. Bretton Woods, New Hampshire, April 8-10, 2011: s.n.



NACIONES UNIDAS

Serie

CEPAL

macroeconomía del desarrollo

## Números publicados

A lista completa y os archivos pdf estan disponíveis en

[www.cepal.org/publicaciones](http://www.cepal.org/publicaciones)

117. Commodities, choques externos e crescimento: reflexões sobre a América Latina, Ricardo de Medeiros Carneiro (LC/L.3435), 2011.
116. Fragilidad externa o desindustrialización: ¿Cuál es la principal amenaza de América Latina en la próxima década?, Roberto Frenkel y Martín Rapetti (LC/L.3423), 2011.
115. Desafíos e implicancias fiscales de la inversión en infraestructura baja en carbono, Martina Chidiak y Verónica Gutman (LC/L.3403), 2011.
114. La integración a los mercados financieros internacionales: consecuencias para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento, Roberto Zahler (LC/L.3362), 2011.
113. Evaluando la equidad vertical y horizontal en el impuesto al valor agregado y el impuesto a la renta: el impacto de reformas tributarias potenciales. Los casos del Ecuador, Guatemala y el Paraguay, Michel Jorratt (LC/L.3347), 2011.
112. Macroeconomic challenges of fiscal decentralization in Latin America in the aftermath of the global financial crisis, Teresa Ter-Minassian y Juan Pablo Jiménez (LC/L.3337), 2011.
111. El financiamiento de los gobiernos subnacionales en América Latina: un análisis de casos, Juan Carlos Gómez Sabaini y Juan Pablo Jiménez (LC/L.3336), 2011.
110. La calidad del empleo en América Latina, Jürgen Weller y Claudia Roethlisberger (LC/L.3320 -P), N° de venta: S.11.II.G.39 (US\$10.00), 2011.
109. Trayectorias laborales de los jóvenes en Argentina: ¿Dificultades en el mercado de trabajo o carrera laboral ascendente?, Roxana Maurizio (LC/L.3302 -P), N° de venta: S.11.II.G.24 (US\$10.00), 2011.
108. Latin-STINGS: indicadores de crecimiento a corto plazo de los países de América Latina, Máximo Camacho y Gabriel Perez Quirós (LC/L.3292-P), N° de venta: S.11.II.G.14 (US\$10.00), 2011.
107. Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo, Sandra Manuelito y Luis Felipe Jiménez (LC/L.3270-P), N° de venta: S.10.II.G.76 (US\$10.00), 2010.
106. Estimación del crecimiento potencial de América Latina, Claudio Aravena (LC/L.3269-P), N° de venta: S.10.II.G.75 (US\$10.00), 2010.
105. La variabilidad y la persistencia de los precios reales de los principales productos básicos de exportación de los países latinoamericanos, Omar D. Bello, Fernando Cantú, Rodrigo Heresi (LC/L.3258-P), N° de venta: S.10.II.G.63, (US\$10.00), 2010.

- O leitor interessado em adquirir números anteriores desta série pode solicitá-los dirigindo a sua correspondência à Unidade de Distribuição, Cepal, Caixa Postal 179-D, Santiago, Chile, Fax (562) 210 2069, Correio Eletrônico: [publications@cepal.org](mailto:publications@cepal.org).

Nome:.....  
Actividade: .....  
Endereço:.....  
Código postal, cidade, país:.....  
Tel.: ..... Fax: ..... Correio eletrônico: .....