

2 Análise das Economias Abordadas

Faremos agora uma análise econômica dos países que estamos estudando nesta dissertação, buscando esclarecer quais características de cada um que o tornam um potencial detentor de uma *commodity currency*.

2.1. Caracterização das Economias Abordadas no Âmbito da Literatura Sobre Commodity Currency

Países candidatos a possuir uma *commodity currency* devem preencher alguns requisitos básicos, dentre eles: ter uma parcela alta de commodities em sua pauta de exportação, adotar políticas econômicas de taxa de câmbio flutuante, preferivelmente com baixa intervenção do governo na economia e, para efeito de análise empírica da relação entre preço de commodities e taxa de câmbio, são preferíveis países que possuem câmbio flutuante há mais tempo, em função da quantidade de dados disponível.. Entretanto, Cashin, Céspedes e Sahay (2003) utilizam vários países emergentes em sua análise de *commodity currency*, argumentando que a política cambial adotada por um país não influencia o comportamento de sua taxa de câmbio real. Eles chegam a tal conclusão argumentando que a variabilidade da taxa de câmbio real é similar para países com taxas de câmbio controladas e países com taxas de câmbio flexíveis. Acreditamos que esta conclusão é precipitada, já que países economicamente menos desenvolvidos, com taxas de câmbio mais voláteis, tendem a exercer um controle maior sobre o mercado cambial, o que reduz a variabilidade de sua taxa de câmbio real, e países com cuja taxa de câmbio é mais estável tendem a deixá-la flutuar livremente em relação a outras moedas e, desta forma, a escolha do regime cambial de um país é endógeno à variabilidade da taxa de câmbio.

Da literatura sobre *commodity currency*, quase todos os trabalhos feitos tratam o problema para três países desenvolvidos, que são Austrália, Canadá e Nova Zelândia. Dos trabalhos feitos com países emergentes, destaca-se o de

Cashin, Céspedes e Sahay (2003), que utiliza uma amostra de 58 países, sendo 5 desenvolvidos e 53 emergentes. Fernandez (2003) estende a discussão de *commodity currencies* para o Brasil.

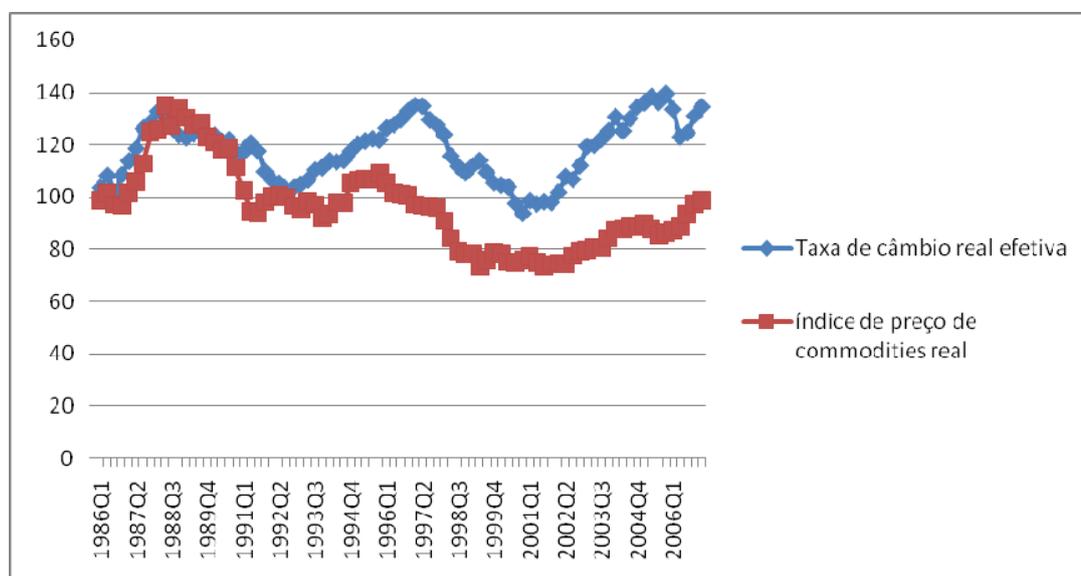
2.2. Análise das Economias Abordadas: Austrália, Canadá, Nova Zelândia e Brasil

Faremos agora uma breve descrição das economias dos países abordados no presente trabalho, através de uma análise mais detalhada da importância das exportações de produtos básicos para cada país estudado.

Nova Zelândia

A Nova Zelândia é, junto da Austrália e Canadá, o país mais estudado na literatura sobre *Commodity Currencies*. Algumas peculiaridades de sua economia favorecem o estudo da relação entre sua taxa de câmbio real e o índice de preço de commodities específico deste país. A Nova Zelândia abandonou a política de câmbio fixo no ano de 1983, o que nos dá uma amostra de mais de 20 anos com taxa de câmbio flutuante e nos possibilita uma análise mais precisa dos resultados. Quanto à participação de commodities em sua pauta de exportação, mesmo tendo caído em relação à década de 80, quando correspondia a cerca de dois terços do total, as exportações de commodities continuam respondendo por mais da metade do total exportado. Estas características econômicas em conjunto permitem que a moeda deste país seja fortemente afetada pelos preços de commodities de suas exportações.

Gráfico 2 – Série de Taxa de câmbio real efetiva e Índice de preço de commodities em dólar. Fonte: IFS

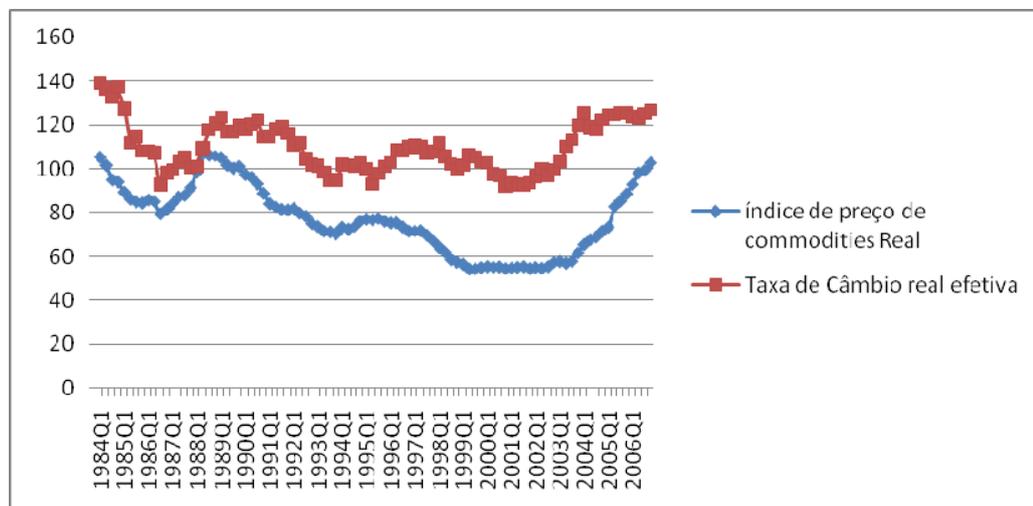


Outra característica importante da economia neozelandesa é que algumas de suas exportações detêm uma fatia considerável do mercado mundial, como no caso de carne de carneiro, sendo que quase metade do total consumido deste produto ao redor do mundo é exportada pela Nova Zelândia. Para se ter idéia da importância das exportações de carne de carneiro para este país, coexistem na Nova Zelândia em torno de 40 milhões de carneiros e 3,8 milhões de pessoas. Além disso, somente 20% da produção de carne de carneiro é consumida domesticamente. Além de carne de carneiro, outras commodities importantes na pauta de exportação do país são manteiga e kiwi.

Austrália

Como parte da desregulamentação do mercado financeiro da Austrália, sua moeda se tornou flutuante a partir de 1983. A taxa de câmbio real australiana, após permanecer controlada desde meados da década de 70, depreciou cerca de 35% entre início de 1984 e meados de 1986. No final da década de 80, dois terços desta depreciação tinha se revertido. Estes movimentos acompanharam, em parte, movimentos do índice de preços de commodities específico da Austrália, como podemos verificar no gráfico abaixo.

Gráfico 3 - Série de Taxa de câmbio real efetiva e Índice de preço de commodities em dólar



Tal fato nos sugere que a Austrália é potencial detentora de uma *commodity currency*. De fato, as exportações de commodities neste país respondiam por mais de 60% do total exportado durante a década passada. As principais commodities exportadas em valor são trigo, lã, carvão e vários metais, dentre os quais, destacam-se alumínio e minério de ferro.

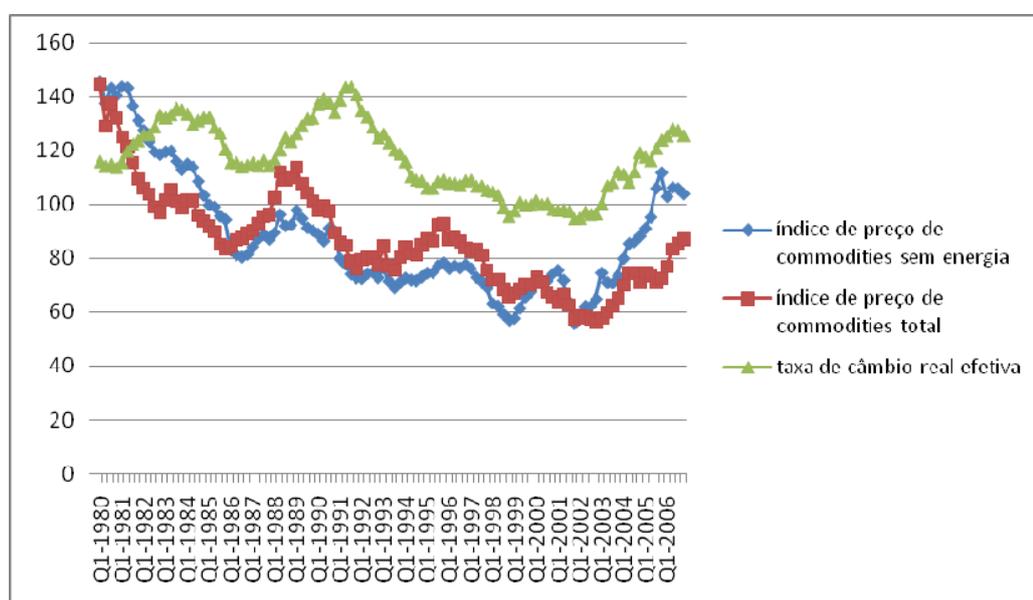
Canadá

Diferentemente dos dois países mencionados acima, a taxa de câmbio canadense se tornou flutuante antes mesmo do colapso de Bretton Woods, em 1973. Sua política monetária é focada na política de combate a inflação desde meados da década de 90, assim como nos casos da Austrália e Nova Zelândia.

Quando comparado a estes dois países, o Canadá é o que possui uma base industrial mais desenvolvida. Ainda assim, a fatia correspondente a commodities nas exportações canadenses supera um quarto do total, que equivale a aproximadamente 8% do PIB do país, sendo as principais commodities de exportação do Canadá o alumínio e produtos florestais. Além disso, o Canadá exporta também petróleo, gás natural e carvão, que são ditas commodities energéticas. Segue abaixo gráfico das séries de taxa de câmbio efetiva real e do

índice de preço de commodities em dólar deflacionados pelo CPI (*consumer price index*) americano. Separamos as commodities em energéticas e não-energéticas, já que o mercado de combustíveis fósseis possui algumas peculiaridades que o diferenciam dos mercados das commodities tradicionais.

Gráfico 4 - Série de Taxa de câmbio real em efetiva e Índice de preço de commodities em dólar. Fonte do índice de preço de commodities energéticas e não-energéticas – Bank of Canada. Fonte da taxa de câmbio efetiva real – IFS.



Assim como para os casos da Austrália e da Nova Zelândia, a análise do gráfico acima nos sugere que as séries de taxa de câmbio real e de índice de preço de commodities do Canadá apresentam uma tendência comum no longo prazo.

Brasil

O Brasil possui algumas diferenças drásticas em relação aos países tradicionalmente estudados na literatura, a começar pelo fato de ser um país emergente, que durante décadas sofreu com taxas de inflação elevadíssimas até a formulação do Plano Real no ano de 1994. Além disso, antes de 1999 a taxa de câmbio nominal brasileira era controlada pelo banco central, que estabelecia

bandas de flutuação para esta variável macroeconômica. Estes fatores em conjunto não nos permitem trabalhar com dados anteriores ao ano de 1999, dado que respostas da taxa a variações nos preços das commodities exportadas pelo Brasil não seriam conforme as esperadas se o câmbio flutuasse somente em resposta às forças de mercado.

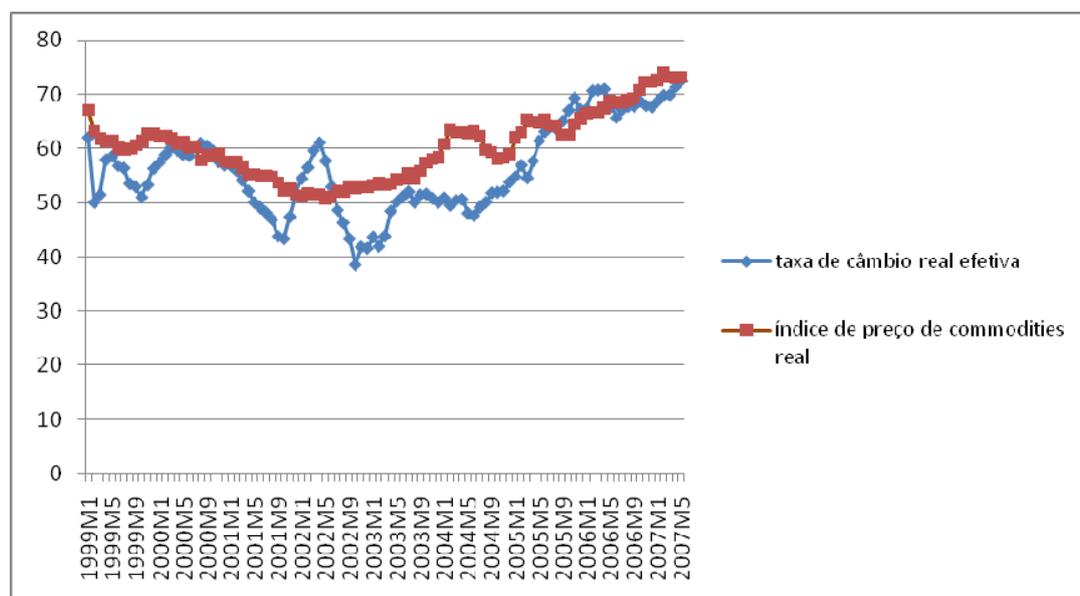
Diferentemente dos três países já mencionados, o fato de o Brasil possuir ou não uma *commodity currency* não nos parece tão claro, como fica evidente na frase extraída do trabalho de Fernandez (2003): “A pergunta inicial que deve ser feita é se o Brasil seria um bom candidato a possuir uma *commodity currency*, a exemplo do que acontecia no passado.” De fato, a economia brasileira é menos aberta do que as outras economias estudadas no presente trabalho. Isto faz com que a participação das exportações de commodities sobre o PIB brasileiro seja de apenas 2%, o que evidencia a maior importância do mercado interno para a economia brasileira quando comparado a Canadá, Austrália e Nova Zelândia.

Do total das exportações brasileiras, as exportações de commodities respondem por cerca de 25%, número que se aproxima dos calculados para os países já mencionados. De fato, segundo a teoria na qual esta literatura se baseia, a participação das commodities na pauta de comércio e a participação do país no mercado de cada commodity parecem ser fatores mais importantes do que a participação das exportações no PIB do país, o que nos motiva a estudar a relação de *commodity currency* para o Brasil.⁸

Como foi feito para os outros países estudados nesta dissertação, apresentamos aqui um gráfico da taxa de câmbio real e do índice de preço de commodities específico do Brasil.

⁸ Fernandez (2003)

Gráfico 5 - Série de Taxa de câmbio real efetiva e Índice de preço de commodities em dólar. Fonte da taxa de câmbio real: Banco Central do Brasil. Fonte de preços de commodities: IFS. Fonte da pauta de exportações brasileiras: Funcex.



Podemos observar no gráfico que a taxa de câmbio brasileira é mais volátil do que a dos outros países aqui estudados. Por se tratar de uma economia que apenas recentemente atingiu uma classificação de *investment grade*⁹, os fluxos de capitais são muito mais voláteis quando comparados aos casos dos outros países estudados nesta dissertação. Além disto, estamos utilizando dados mensais para o Brasil, o que aumenta ainda mais a variância desta série quando comparada com dados trimestrais. Acreditamos também que variáveis como o diferencial de taxa de juros interna e externa e medidas de risco país exercem papel importante nas flutuações da taxa de câmbio brasileira durante o período estudado.

⁹ Classificação de risco de investimento para um país feita pela agência Standard and Poors.