

Taxa cambial

JORGE KAFURI

I – PRELIMINARES

1. TAXA CAMBIAL

Taxa Cambial é o preço da moeda estrangeira expressa em moeda nacional : é o número de unidades de moeda ou de numerário de um país, que é necessário ceder para adquirir uma unidade de moeda ou de numerário de um país estrangeiro.

A formação desse preço interessa profundamente à Economia Nacional, e no estudo do seu mecanismo há dois casos distintos a considerar :

1.º) – A Economia Nacional está em regime de padrão áureo

2.º) – A Economia Nacional está em regime de curso forçado, correspondendo a cada caso um mecanismo diverso de formação da taxa.

2. REGIME DE PADRÃO ÁUREO

A. *Conceito de Par*

Nesse regime, a moeda-papel é rigorosamente conversível em ouro, e esse metal existe em quantidade suficiente para regularizar os desequilíbrios monetários.

Se ambos os países, o nacional e o estrangeiro estão em regime de padrão áureo, a conversão da moeda de um na do

outro não oferece dificuldade e se reduz ao confronto dos pesos dos *finos* das respectivas moedas-padrões.

Assim, se

c_n = ao peso do fino da moeda padrão nacional

c_e = ao peso do fino da moeda padrão estrangeira

o câmbio, isto é, a troca de uma moeda em outra se fará a uma taxa c igual ao quociente de q_n por q_e :

$$c_o = \frac{c_n}{c_e}$$

A êste valor de c se dá o nome de *par*.

A libra ouro (moeda inglêsa) possuía 113 *grãos* de fino ou ouro quimicamente puro, enquanto o dólar 23,22 grãos de fino. O *par* entre as duas moedas seria :

$$c_o = \frac{113}{23,22} = 4,86 \frac{2}{3}$$

ou seja, o preço de uma libra é de 4,86 $\frac{2}{3}$ dólares.

Concluimos então :

- 1.º) — o *par* entre duas moedas-padrões é a relação entre os *finos* das mesmas ;
- 2.º) — o preço de uma moeda-padrão em outra é uma relação estritamente *ponderal*.

B. *Gold-Point*

O *par*, como relação estritamente ponderal, é um ponto de partida para a cotação da moeda nacional em moeda estrangeira. Esta *cotação* depende das transações realizadas entre os dois países. Compreende-se, sem dificuldade, que se os montantes das dívidas recíprocas *imediatamente exigíveis* se compensam exatamente, as somas a pagar e a receber encontram-se, também, exatamente compensadas. Nesta hipótese as letras de câmbio se negociariam rigorosamente ao

par. Quando êste equilíbrio perfeito não existe, há maior oferta do que procura de letras no país em favor do qual se verifica o superavit de créditos e débitos imediatamente exigíveis, enquanto que há maior procura das mesmas no país devedor. Em virtude dessa rutura de equilíbrio, estabelece-se uma cotação diferente da paridade.

Em síntese, a cotação da moeda estrangeira depende do saldo instantâneo das transações em curso. Se êste saldo for nulo, a cotação é idêntica ao par. Se for diferente de zero, a cotação oscilará entre dois limites intransponíveis, chamados "gold-points":

- a) "*gold-point*" superior, de saída ou de exportação, igual ao preço unitário da despesa com o transporte de ouro do país nacional para o estrangeiro; e
- b) "*gold-point*" inferior, de entrada ou de importação, igual ao preço unitário da despesa com o transporte de ouro do país estrangeiro para o nacional.

Representado os "gold-points" por g , a cotação de uma moeda em outra, isto é, a taxa cambial estará sempre compreendida nos limites definidos pelo par acrescido ou decrescido de g , ou seja

$$\text{taxa cambial} = \text{par} \pm \text{gold-point}$$

Tôda vez que, pelo volume instantaneo dos saldos, a taxa ameace ultrapassar tais limites, a exportação ou a importação efetiva do metal se realiza e o equilíbrio é mantido.

Concluimos então :

- 1.º — no regime de padrão áureo a taxa cambial é eminentemente física, porque é ponderal em seu valor de equilíbrio, e porque tem os seus limites de contenção determinados pelo custo unitário do transporte de ouro;
- 2.º — no regime de padrão áureo, as oscilações da taxa cambial em tórno da paridade dependem do sal-

do instantâneo dos créditos e débitos imediatamente exigíveis ;

- 3.º — uma oscilação da taxa cambial, isto é, o valor do *ágio* ou *deságio* em relação à paridade, é um índice do deslocamento do equilíbrio provocado pelo saldo da balança instantânea de pagamentos ;
- 4.º — no regime de padrão áureo a regularização da taxa cambial é automática e a sua estabilidade garantida pelo movimento migratório do ouro, que entrará ou sairá, conforme o sentido do desequilíbrio, contanto que, no país nacional, se possa importar e exportar ouro livremente.

3. DESLOCAMENTO DO EQUILÍBRIO

A ocorrência, portanto, de um saldo credor ou devedor na Balança instantânea de Pagamentos determina um *deslocamento* da taxa cambial para a esquerda (para menos) ou para a direita (para mais) do *par ponderal* ou *par áureo de equilíbrio*.

Esse deslocamento, numa época atual qualquer, é proporcionado :

- a) ao excedente da *reserva atual* disponível (reserva áurea acrescida das disponibilidades anteriormente acumuladas) sobre a *reserva de equilíbrio* (reserva da época de equilíbrio) ;
- b) ao valor do saldo atual da Balança de Pagamentos.

Tais fatores não agem pelos seus valores absolutos, mas pelos seus valores relativos, isto é, por unidade de valor global das transações do comércio internacional na época.

Assim, se A e P são os valores do *ativo* e do *passivo* da Balança dos Pagamentos, quer o ativo, quer o passivo tem sua *importância relativa* avaliada mediante sua comparação ao volume global $A + P$ das transações do comércio.

A *importância relativa* do ativo seria $\frac{A}{A+P}$, e a do passivo seria $\frac{P}{A+P}$

Nestas condições, a *importância relativa* de um saldo da Balança dos Pagamentos será medida por

$$S = \frac{A - P}{A + P} = \frac{S}{T}$$

onde S é o *saldo*, e T o *volume global das transações*.

Isto posto, representando por

S = o saldo atual da Balança dos Pagamentos num período unitário ;

R_o = o total das reservas disponíveis na época do equilíbrio ;

R = o total atual das reservas disponíveis ;

T = o volume global das transações do comércio internacional no período unitário ;

C_o = a taxa da paridade áurea ;

C = a taxa atual do câmbio ;

o deslocamento geométrico do equilíbrio, numa base *estritamente mecânica* será

$$\frac{C}{C_o} = \frac{1 + \frac{R_o + S_o}{T_o}}{1 + \frac{R + S}{T}} \pm E \quad [1]$$

onde E, termo corretivo dos efeitos da especulação, pode ser assimilado a um *erro* de amplitude mínima, e compensável na média de vários períodos.

O segundo membro é exatamente o *fator de deslocamento*. Representando $+o$ pela letra f vem

$$c = f c_0$$

Para $R = R_0$; $S = S_0$; $T = T_0$, o valor de f é um e $c = c_0$, isto é, a *taxa atual* é igual à *taxa ponderal* da paridade na época zero.

Para os valores crescentes da reserva e do saldo, mantido o volume global das transações, o fator de deslocamento desce continuamente e a *taxa atual* diminui continuamente *tendendo para zero*.

No regime áureo, o movimento migratório de ouro impede essa queda contínua, detendo-a no *ponto de entrada do ouro*, isto é, no ponto para o qual

$$f_e = \frac{c_0 + g_e}{c_0}$$

Nestas condições, a *taxa atual do câmbio* não poderá ser inferior a

$$c_e = f_e c_0$$

e “*mutatis mutandis*”, não poderá ser superior a

$$c_s = f_s c_0$$

onde $f_s = \frac{c_0 + g_s}{c_0}$

Para além desses limites, a expressão [1] define uma *taxa virtual* que tenderia a se realizar se o automatismo regulador do mecanismo cessasse de agir.

Em conclusão :

1.º) todos valores de $\frac{R+S}{T}$ maiores do que $\frac{R_0+S_0}{T_0}$

determinam, até o limite do “gold-point” de entrada, um *prêmio*, um *ágio* ou uma *valorização* sobre a paridade ;

- 2.º) todos os valores $\frac{R + S}{T}$ menores do que $\frac{R_0 + S_0}{T_0}$ determinam até o limite do "gold-point" de saída, um deságio ou uma desvalorização sôbre a paridade;
- 3.º) o valor de f , isto é, o fator de deslocamento mede exatamente o valor do ágio ou do deságio, a valorização ou a desvalorização da moeda nacional em relação à estrangeira.

4. REGIME INCONVERSÍVEL

Quando, por qualquer motivo, o sistema monetário nacional cessa de ser de padrão áureo e cae em regime inconversível, a formação da taxa cambial perde a sua *estabilidade* e desaparecem as forças de *autoregularização* inerentes ao regime áureo. O *par* deixa de ter sentido físico, e os limites de flutuação do par (os gold-points) deixam de se apresentar como tais. A taxa de câmbio passa então a flutuar *sem um ponto de referência necessário e sem limites precisos predeterminados*. O sistema, de estável, passa a *fundamentalmente instável*. As forças físicas de autoregularização se substituem por forças psicológicas eminentemente variáveis e oscilantes, reclamando, para não serem desastrosas, a instauração de um controle do câmbio pelo poder público.

Em que pese essa instabilidade, e abstração feita de qualquer controle possível, é fora de dúvida a existência de um mecanismo pelo qual a taxa cambial, em regime inconversível, se forma.

De longa data, eminentes economistas buscaram a explicação desse mecanismo, e hoje ainda nela insistem sem que hajam alcançado resultado universal acima de controversia. Resumiríamos aqui, as teorias aventadas, em três grupos gerais, a saber: a) *teoria da Oferta e Procura*; b) *teorias da Paridade dos Poderes de Aquisição* e c) *teoria da Balança dos Pagamentos*.

Fixaremos nossa atenção sôbre a Teoria da Paridade dos Poderes de Compra.

II – PARIDADE DOS PODERES DE AQUISIÇÃO

(Teoria de Gustavo Cassel)

5. NECESSIDADE DE NOVO CONCEITO DE “PAR”

Quando as moedas de dois países em relações comerciais pertencem a sistemas perfeitos de padrão áureo, o *par* entre elas é o quociente dos pesos dos finos dos respectivos padrões áureos.

A transformação de um sistema monetário de conversível em inconversível faz com que êsse conceito de *par* se despoje de seu sentido físico e objetivo.

Que será *par* entre uma unidade monetária de papel inconversível e uma outra unidade monetária estrangeira conversível ou não ?

O conceito, evidentemente, não mais poderá ser estabelecido numa base ponderal. Deverá haver recurso a outros fundamentos, os quais seriam de natureza econômica.

Essa foi a obra de Cassel que, retomando antigas idéias de Ricardo, lançou a moderna teoria da Paridade dos Poderes de Compra.

6. O “PAR” SEGUNDO CASSEL

Diz Cassel :

“O valor da moeda consiste em seu poder de compra.

“A relação dos valores de duas moedas, que é a taxa cambial, tende portanto a estabelecer-se no nível da relação de poder de compra de uma e outra em seus respectivos países, isto é, no nível da paridade do poder de compra.

“A paridade é o ponto em torno do qual, apesar das flutuações temporárias, a taxa de câmbio deverá sempre oscilar.” G. CASSEL, *La Monnaie et le Change après 1914* – pg. 158).

Segundo Gustavo Cassel, portanto :

“par” entre duas moedas, conversíveis ou não, é a relação entre os seus respectivos “poderes de compra”.

Nestas condições, se o “poder de compra” de uma moeda é medido pelo inverso do nível geral dos preços, fácil é calcular-se o *par* atual de duas moedas em função do *par* de uma época-base anterior.

Representando por

C_o = o “par” relativo a uma época-base

Π = o “par” da época atual

N_n e N_e respectivamente os níveis dos preços no país nacional e no país estrangeiro, tomada a época-base como ano-base de ambos,

virá,

$$\Pi = C_o \times \frac{N_n}{N_e} \quad [2]$$

Na base do postulado de Cassel, podemos então concluir :

“par” atual de duas moedas, conversíveis ou não, é o produto do “par” de uma época-base pelo quociente dos níveis gerais dos preços dos países a que as moedas pertencem, referidos êsses níveis à época-base.

7. EXEMPLO

Nestes termos, tomada uma época-base em que a taxa cambial é C_o , se o nível dos preços no país nacional subir a 360 e no país estrangeiro a 120, a nova taxa cambial do primeiro em relação ao segundo será

$$C = C_o \times \frac{360}{120} = 3 \times C_o$$

o novo par seria, pois, o triplo do par primitivo.

8. ESSÊNCIA DA PARIDADE DE CASSEL

Nos termos da concepção de Cassel, o “par” de duas moedas não é uma *relação ponderal*, mas uma *relação entre duas entidades econômicas*, muito embora essas entidades sejam ficções estatísticas.

Quando os dois regimes monetários que se defrontam são de padrão áureo efetivo, os níveis dos preços não se alteram, e a paridade de Cassel coincide rigorosamente com a paridade ponderal, abstração feita dos casos de variação do valor intrínseco do ouro.

Desde que, porém, um dos regimes (ou ambos) se transforme em inconversível, os níveis de preços variam e a nova paridade será a paridade ponderal multiplicada pelo quociente dos valores dos novos níveis.

9. TAXA NORMAL DE CÂMBIO

À paridade definida pela expressão [2], Cassel dá o nome de *taxa normal de Câmbio*. Representa ela um *preço de equilíbrio* em torno do qual deve *oscilar ou flutuar a taxa real*.

10. LIMITES NORMAIS DE FLUTUAÇÃO

A *Taxa real* deverá normalmente flutuar em torno da *taxa normal*, do mesmo modo em que, nos regimes conversíveis, a taxa de câmbio flutua em torno da paridade ponderal.

Qual é, porém, a *amplitude normal* de flutuação ?

- a) *Nos regimes conversíveis* essa amplitude normal é definida pelos “gold-points” e o mecanismo é simples, como vimos no § 3 ;
- b) *Nos regimes inconversíveis* não existe “amplitude normal” de flutuação, pelo simples fato de não existirem limites tais que os “gold-points”.

Nem por isso, entretanto, o saldo da Balança dos Pagamentos cessará de existir e de continuar a exercer uma ação de deslocamento da taxa do câmbio para a esquerda ou para a direita do seu valor normal definido pela fórmula [2].

Os “gold-points” como limites de contenção da taxa cambial são peculiaridade de um sistema, mas não necessidade imanente ao mecanismo genérico da formação dos preços do câmbio de moedas.

Suprimir o sistema áureo importa, pois, não em suprimir o mecanismo básico da formação de preços, mas em suprimir o que é peculiar a êsse mecanismo, como sejam os “gold-points” e a “paridade ponderal”.

A *paridade ponderal* seria, assim, substituída pela *paridade de Cassel*, isto é, pela *taxa normal* definida pela fórmula [2].

Nestes termos, permanecendo intangível o mecanismo básico, continua de pé a expressão que define os valores dos deslocamentos da taxa cambial em relação à paridade, cabendo apenas nela substituir o *par ponderal* pelo *par normal* de Cassel.

Virá, então :

$$c = f \times \Pi$$

ou

$$c = f \times c_0 \frac{N_n}{N_e} \quad [3]$$

expressão esta que dará, em cada período, o valor da *taxa real* de câmbio em relação à *taxa normal* Π ou à *taxa ponderal* C_0 .

II. “TAXA PRATICADA” OU “CURSO DO CÂMBIO”

Ficou plenamente evidenciada a existência, em dado momento, de uma *taxa normal* e de uma *taxa real*. O “curso do câmbio”, isto é, a *taxa efetivamente praticada* num mercado livre, pode não coincidir com nenhuma das duas ta-

xas acima referidas. É que nos regimes inconversíveis o fator psicológico decorrente do *estado de confiança* exerce influência poderosa jogando com o “curso do câmbio” como barco em mar revolto. “*Le change et le vent changent souvent*”, dizem os franceses, e, realmente, os regimes inconversíveis, perdendo os elementos de seu automatismo regulador, caem em situação de *profunda instabilidade*: — ao menor sopro da desconfiança o câmbio encarece, como à mais leve aura de otimismo êle melhora.

12. CORREÇÃO DA INSTABILIDADE : — CONTROLE DO CÂMBIO

Para corrigir a instabilidade e prevenir, assim, os desastrosos efeitos de flutuações contraditórias e desorientadas, o Estado intervém instaurando o *Controle do Câmbio*, cientificamente defensável e rigorosamente necessário.

No controle do Câmbio ocorrem dois problemas capitais, a saber : a) o da *escolha da taxa de estabilidade* e b) o da técnica do Controle. Fixaremos nossa atenção apenas sobre o primeiro no qual reside o ponto crucial da questão.

13. ESCOLHA DA TAXA DE CONTROLE

Que valor deverá possuir a *taxa de controle* ?

Deverá ser ela igual à *taxa normal*, à *taxa real* ou a uma *taxa conveniente* ?

Evidentemente a taxa ideal é a *taxa real*, por exprimir esta a real situação das forças econômicas em presença. Qualquer outra seria arbitrária.

A *taxa real média* varia, porém, de um ano para outro com o variar das Reservas disponíveis e do saldo da Balança dos Pagamentos.

Assim, pois, de duas uma :

- a) ou no momento de instaurar o controle se toma a *taxa real média* da época como taxa de estabilidade, para, no futuro, reajustá-la periòdicamente ;

b) ou se toma a média das *taxas reais* de um período anterior (um quinquênio, por exemplo).

De qualquer forma, a *taxa real* constitue base sadia e sólida.

Se se tomar para *taxa de controle* um valor diverso do da *taxa real*, a moeda nacional ficará *valorizada* ou *desvalorizada* em relação à estrangeira, conforme a primeira seja menor ou maior do que a segunda.

Poderá haver *conveniência* em provocar-se *disparidade* para menos ou para mais. Essa *conveniência* é ditada pelo sentido da política econômica que poderá objetivar : a) estímulo à importação ; b) estímulo à exportação ; c) proteção à indústria nacional ; ou d) combate à inflação.

No escolher, portanto, a *taxa de controle* é essencial calcular a *taxa real* e, se houver necessidade de se afastar dela pela adoção de uma *taxa conveniente*, é preciso determinar, então, o valor da *disparidade*, sem criar confusões.

O problema capital do Controle reside, de fato, no cálculo da taxa real.

Como calcular essa taxa ?

Servirá a teoria de Cassel a êsse fim ?

14. OBJEÇÕES À DOCTRINA DE CASSEL

A doutrina de Cassel mereceu reparos e objeções de figuras exponenciais da economia. Essas objeções podem ser classificadas em duas principais, a saber :

- 1.^a) — a doutrina da paridade exclue importantes fatores de influência na formação da taxa cambial ;
- 2.^a) — a doutrina da paridade, ao fundar-se na comparação de Níveis Internos de Prêços, include fatores que não influem na taxa cambial.

Examinemos, sumàriamente, a essência dessas duas ordens de objeções para aquilatar-lhes o mérito e delas extrair as conclusões que se impuzerem.

15. EXCLUSÃO DE IMPORTANTES FATORES DE INFLUÊNCIA

A doutrina da paridade, firmando-se no confronto dos índices gerais dos preços internos, exclue a influência do movimento migratório de capitais e de todos os demais itens que constituem a balança dos rendimentos, tais como juros, dividendos, lucros etc. .

No que se refere a êsse ponto, cumpre não desvirtuar o que a teoria pretende . Tudo quanto Cassel legitimamente faz, é definir a *paridade normal* pelo quociente dos níveis dos preços, tal como, no regime áureo, a *paridade normal* é definida pelo quociente dos “finos” das moedas padrões em confronto.

Ninguém jamais pensou em incriminar de falso o conceito de *paridade ponderal* de duas moedas padrões, e ninguém jamais alegou que essa paridade não seria rigorosamente exata por não levar em conta, nos termos de sua definição, o movimento de capitais e itens da balança de rendimentos.

É essencial não esquecer que a *paridade normal* de Cassel representa nos regimes inconversíveis, o que a *paridade ponderal* representa nos regimes de padrão áureo.

Os itens não estritamente comerciais da Balança dos Pagamentos exercem sua influência sòbre a “paridade normal” *apreciando* ou *depreciando* a taxa real de câmbio, da mesma maneira como a exercem sòbre a “taxa ponderal” *apreciando* ou *depreciando* o câmbio no intervalo dos “gold-points”, conforme claramente o indica a expressão [2].

Parece-nos que êste assunto ficou esclarecido nas distinções que foram feitas nos §§ 3, 10 e 11 do presente estudo, entre *taxa-ponderal*, *taxa normal*, *taxa real* e *taxa praticada*.

Em verdade, portanto, a doutrina de Cassel não exclue fatores de influência. Tudo quanto ela faz é tentar uma definição de paridade normal equivalente à da paridade ponderal.

16. INCLUSÃO DE FATORES SEM INFLUÊNCIA

Esta segunda ordem de objeções incrimina a teoria de fazer incluir fatores que não exercem influência sôbre o câmbio, tais como preços internos de mercadorias que não formam na corrente do comércio internacional de dois países.

O grande mestre M. Keynes, no "*Manchester Guardian Commercial*" de 20 de abril de 1922, assim se expressava :

"A doutrina da paridade dos poderes de aquisição não é mais do que um lugar comum e completamente estéril. Essa teoria que se aplica para comparar números-índices gerais de preços internos de dois países às flutuações dos cursos médios do câmbio dêsses mesmos países, exigiria, para ser válida, que os preços internos das mercadorias variassem na mesma proporção que os dois artigos do comércio internacional".

A objeção de M. Keynes, dando uma impressão inicial de anátema, não é, entretanto, tão destruidora. Chega mesmo a admitir uma condição para a validade da doutrina. E essa condição não está longe de ser verificada na prática, pois que, teóricamente pelo menos, não só os preços internos são solidários como guardam uma certa relação com os do comércio exterior.

Todavia, a solidariedade dos preços internos com os do comércio exterior, não parece muito evidente em nume-

rosos casos, pouco se dando à cotação do dólar, por exemplo, o preço interno da tapioca no Brasil.

A objeção de Keynes reduz-se, em suas legítimas proporções, a uma restrição na amplitude do Nível dos Preços, parecendo entender êle que nesse Nível, para os fins da teoria cambial, deverão figurar apenas os preços das mercadorias que formam na corrente do comércio dos dois países em questão.

E se essa não foi a opinião de Keynes, ela é, no entanto, e ostensivamente, de François Divisia, professor de Economia da Escola Politécnica de Paris, e cujas idéias passaremos a expor no parágrafo seguinte.

17. TEORIA DA PARIDADE, SEGUNDO F. DIVISIA

Em seu magnífico trabalho "*L'Indice Monétaire et La Theorie de la Monnaie*" (Paris, 1926), Divisia expõe com clareza seu ponto de vista. A pgs. 82, da obra citada, diz êle :

"... o poder de compra de que se trata aquí deve ser considerado unicamente em relação às mercadorias do comércio exterior ; êle corresponde não ao índice monetário que definimos (anteriormente), mas a um *índice especial*, o índice dos preços do comércio exterior. *A priori*, êste índice não é de modo algum igual ao índice monetário (índice geral dos preços), e é assim que a teoria da paridade dos poderes de aquisição, precisada como convém, não está em contradição com a afirmativa de que a taxa do câmbio não constitue expressão exata do valor geral da moeda..."

e mais adiante :

"A comparação do poder geral de compra interior da moeda não teria nenhum sentido entre dois países muito diferentes, porisso que êsse poder de compra não se referiria às mesmas mercadorias."

Conclue Divisia, então, que o valor interno da moeda nacional diverge do seu valor externo, e que a diferença está precisamente na medida em que o índice geral dos preços diverge do índice dos preços das mercadorias do comércio exterior.

Divisia não se contenta com simples afirmativas, mas demonstra, matematicamente, suas conclusões, mediante seguro desenvolvimento de cálculo, que nos dispensamos de reproduzir aqui.

Representando por

c_0 = o par numa época-base

Π = o par numa época atual

c = a taxa atual ou real de câmbio

E_n = o índice dos preços internos no país nacional das mercadorias do comércio exterior ;

E_e = o índice dos preços internos no país estrangeiro das referidas mercadorias

f = o fator atual de deslocamento,

vem

1.º) — *par atual ou taxa normal*

$$\Pi = C_0 \frac{E_n}{E_e} \quad [4]$$

2.º) — *taxa atual ou taxa real*

$$c = f \times c_0 \times \frac{E_n}{E_e} \quad [5]$$

expressões estas que permitirão o cálculo da *paridade normal* e da *taxa real* históricas, em função das transações realizadas entre dois países.

18. PARIDADE DE ROY

Em recentíssimo artigo "BALANCE DES COMPTES ET RELATIONS DE CHANGE", publicado na *Econométrie*, o professor René Roy da *École Nationale des Ponts et Chaussées* e do *Institut de Statistique de l'Université de Paris*, reexamina a fundo o mecanismo de formação da taxa cambial e, a determinada altura, chega à seguinte expressão :

$$\frac{c}{c_0} = \frac{1 + f}{1 + f_0} \frac{Q_e P_e}{Q_i P_i} \quad [5]$$

onde

Q_e = índice das quantidades exportadas

Q_i = índice das quantidades importadas

P_e e P_i designando os índices dos preços correspondentes.

A expressão [5] é, sem dúvida uma relação de paridades, divergindo, no fundo, das anteriores pelo fato dos índices se referirem agora, separadamente, à corrente de exportação e à corrente de importação.

Em resumo, portanto, a *paridade normal* é definida :

- a) *por Cassel* : pela relação entre os índices internos gerais dos preços no país nacional e no país estrangeiro ;
- b) *por Divisia* : pela relação entre os índices internos dos preços, no país nacional e no país estrangeiro, do conjunto das mercadorias que formam no comércio entre êles ;
- c) *por Roy* : pela relação entre o índice dos preços internos, no país nacional das mercadorias por êste exportadas, e o índice dos preços internos, no país estrangeiro, das mercadorias por êste exportadas para o primeiro.

A *paridade normal* de Cassel reflete uma paridade dos *valores internos* das respectivas moedas, enquanto que as paridades de Divisia e de Roy refletem a relação entre os valores externos das moedas nacional e estrangeira.

19. DETERMINAÇÃO DA TAXA CAMBIAL

O curso do câmbio, em cada instante, atendida a presença de uma reserva reguladora, resulta do confronto entre as ofertas das divisas estrangeiras, destinadas a saldar as exportações para o exterior, e a procura de divisas estrangeiras para saldar as importações nacionais.

As quantidades de mercadorias e serviços exportados ou importados dependem do próprio valor da taxa cambial, em tal medida que a relação $\frac{c}{c_0}$ passa a constituir uma incógnita juntamente com tôdas as quantidades e preços praticados. Para tornar o problema estáticamente determinado, seria necessário acrescer tantas equações quantas fossem as leis da procura e oferta das referidas mercadorias e serviços, bem como da procura e oferta das divisas.

Uma vez, porém, realizadas as transações, o valor $\frac{c}{c_0}$ passa a verificar a expressão [4] da qual, assim, se podem concluir os *valores históricos* das diferentes modalidades da taxa cambial.

20. APLICAÇÃO AO PREÇO DO DÓLAR

Tomando como base a paridade de Divisia, podemos, aplicando a expressão [4], tentar uma avaliação do preço em cruzeiros do dólar, nestes últimos sete anos.

Os resultados dessa tentativa estão indicados no quadro a seguir, pelo qual se pode ter uma idéia dos valores da *taxa normal de paridade* e da *taxa real* do câmbio.

ANO	COMÉRCIO COM OS ESTADOS UNIDOS		TOTAL RESERVAS BRASILEIRAS (Cr\$ 1000,00)	FATOR	PREÇO DO DOLAR		
	Volume global das Transações (Cr\$ 1000,00)	Saldo da Balança do Comércio Cr\$ 1000,00)			Taxa Oficial Cr\$	Paridade Cr\$	Taxa Real
1939	3.703	358	700	1,00	19,21	19,20	19,20
1940	4.671	— 478	1.022	0,975	19,79	16,50	16,09
1941	7.156	506	2.044	0,925	19,65	18,00	16,65
1942	5.961	881	4.724	0,663	19,64	24,00	15,91
1943	7.730	1.110	9.273	0,540	19,63	25,50	13,77
1944	10.588	790	12.014	0,557	18,58	34,00	18,94
1945	10.770	1.271	13.035	0,538	19,47	39,00	20,98
1946	15.277	110	14.510	0,610	19,50	40,00	24,40
Médias no septênio 40 — 46					19,47	28,14	18,11

Sobre os cálculos realizados, cumpre-nos apresentar as seguintes reservas :

- 1.^a) — não nos foi possível realizar cálculo rigoroso dos índices, não só por deficiência do material estatístico de que dispuzemos, quanto ainda por serem de difícil cômputo certos elementos da Balança dos Pagamentos, infelizmente até o momento não calculada regularmente no Brasil ;
- 2.^a) — vários desses elementos permanecem ocultos ou ignorados, razão pela qual nos restringimos, na avaliação do volume global das transações, ao montante do ativo e do passivo da Balança do Comércio ;
- 3.^a) — os cálculos foram realizados com abstração do *fator especulação*, de tal modo que a taxa real calculada é uma taxa em tórno da qual deve oscilar o curso do câmbio.

A avaliação do volume das transações na base exclusiva das mercadorias é uma causa de êrro. Acreditamos, porém, em virtude da decisiva dominância da Balança do Comércio, ser êsse êrro de valor reduzido, incapaz de alterar, substancialmente, os valores achados. É nosso intuito, entretanto, prosseguir nas pesquisas estatísticas, a fim de neutralizar o efeito de tal aproximação.

Há, ainda, outro ponto a observar. Para o cômputo da *taxa real* do dólar, tomamos o total das reservas brasileiras em ouro e divisas. Assim procedemos por considerar que as reservas, dada a sua versatilidade, atuam, independentemente de sua origem, sôbre qualquer taxa cambial. Presidem, em seu conjunto, à formação dessa taxa com qualquer país e não pelas somas específicas de divisas atribuíveis a cada país separadamente. Com êste critério encontramos, para o dólar, os seguintes valores, em dezembro de 1946 :

- a) *taxa normal* ou *paridade externa* entre o cruzeiro e o dólar : Cr\$ 40,00 por dólar ;
- b) *taxa real* entre o cruzeiro e o dólar : Cr\$ 24,40 por dólar.

Poder-se-ia, entretanto, objetar que não é rigoroso o princípio da versatilidade e que, no montante global das reservas, estão incluídas cêrca de 60 milhões de esterlinos, correspondentes a créditos nossos sôbre a Inglaterra, créditos êsses, além do mais, bloqueados.

Se se fizer a dedução de tal importância, a *taxa real* entre cruzeiro e dólar ascenderia a Cr\$ 27,64. Haveria, assim, um acréscimo de cêrca de 13%.

III – CONCLUSÕES

Pelo exposto, podemos chegar às conclusões finais :

- 1.^a — a *paridade de Cassel* é uma relação entre os poderes de compra INTERNOS de duas moedas de nacionalidades diferentes ;

- 2.^a — a *paridade de Divisia* é uma relação entre os poderes de compra EXTERNOS de duas moedas de nacionalidades diferentes e válida apenas, para o conjunto das mercadorias e serviços que formam entre dois países ;
- 3.^a — a diferença entre a *paridade de Cassel* e a *paridade de Divisia* mede a *disparidade entre os valores interno e externo da moeda nacional*, isto é, a sua *apreciação ou depreciação* ;
- 4.^a — a *taxa real* de câmbio é a *paridade de Divisia* deslocada para a alta ou para a baixa, conforme o deslocamento para menos ou para mais da reserva atual em relação à reserva da época-base ;
- 5.^a — a *taxa real* é a taxa em torno da qual flutua o *curso do câmbio*, provocadas essas flutuações pela especulação e por forças psicológicas ;
- 6.^a — a *taxa de controle* é uma taxa (a) de prevenção das flutuações e (b) de direção da economia interna ;
- 7.^a — a escolha da taxa de controle depende do sentido da direção econômica : — estimular ou deter a exportação ; estimular ou deter a importação ; proteger a produção interna ; combater a inflação ;
- 8.^a — a *taxa ideal de controle* é a *taxa real média* referida a um período mais ou menos longo, imediatamente anterior à época de instauração do controle ;
- 9.^a — a *taxa conveniente de controle* é a *taxa real média* apreciada ou depreciada conforme o sentido da política econômica e as previsões do futuro próximo ;
- 10.^a — a *disparidade* entre a *taxa conveniente de controle* e a *taxa real média* não deve ultrapassar a amplitude mínima, a fim de evitar substancial deslocamento

do equilíbrio econômico e ônus demasiado às classes internas que forem, por êle, negativamente atingidas ;

- 11.^a — a *taxa real média* do dólar, para o Brasil, no período 40-46 é de Cr\$ 18,11, ou, na pior das hipóteses, se se quizer subtrair a influência de divisas específicas, de Cr\$ 20,65.
- 12.^a — a *taxa conveniente de controle* deverá ser de Cr\$ 18,11 ou de Cr\$ 20,65 sujeita a uma disparidade de *amplitude mínima* conforme o sentido da direção econômica.

Tais são as conclusões a que o estudo presente nos permite chegar.

SUMMARY

RATE OF EXCHANGE

The Author seeks to establish initially the precise notions of "exchange rate", of "gold points" and of "currency parity" as well as the real meaning of CASSEL's purchasing power parity principle.

Under the regime of inconvertible paper-money, the Author considers it essential to maintain at least a relative stability of the exchange rate.

He then examines the criteria by which the Government or the Central Bank may be guided in their choice of the stable exchange rate, and states that it should not be much deviated from the "normal" rate, i.e. of the purchasing power parity rate nor from the "real" (market) rate in force at the moment or during a recent period, resulting from the free play of supply and demand.

The Author analyses the theoretical and practical objections to the purchasing power parity theory according to the types of price indexes adopted by CASSEL, DIVISIA and RENÉ ROY, respectively.

Applying DIVISA's index to the present case of the exchange rate between the dollar and the cruzeiro and taking into conside-

ration the size of the existing exchange reserves, the Author arrives at a preliminary conclusion, subject to various reservations as to the statistical data available, of a rate between Cr\$ 18,11 and Cr\$ 20,65 for the dollar.

RÉSUMÉ

LE TAUX DU CHANGE

L'auteur cherche à fixer, premièrement, des notions précises sur le "taux du change", la "parité monétaire" et les "gold points", avant d'analyser et critiquer les théories de la "parité du pouvoir d'achat" formulées par CASSEL et DIVISIA. Après avoir donné des définitions théoriques préliminaires et soutenu la nécessité de l'instauration par l'État d'un contrôle de change, il essaye d'évaluer le prix du dollar en cruzeiros dans les sept dernières années, afin de faciliter le choix du taux de stabilisation. Il présente, toutefois, certaines réserves sur les calculs ainsi effectués, à cause de l'insuffisance de matériel statistique disponible, particulièrement, des incertitudes que présentent sur l'évaluation de plusieurs éléments de la Balanca de Paiements.

En ses conclusions l'auteur opine que le choix du taux de change contrôlé doit dépendre de l'orientation de la conjoncture économique et des fins qui elle dicte : stimuler ou freiner l'exportation ; stimuler ou freiner l'importation ; protéger la production intérieure ; combattre l'inflation.

Ainsi, le taux de change contrôlé convenable doit être le taux moyen réel d'une période, plus ou moins longue, antérieure à l'établissement du contrôle, accru ou diminué selon le sens de la politique économique et les prévisions d'un futur prochain. Cependant, la disparité entre le taux de change convenable et le taux moyen réel ne doit pas dépasser un pourcentage minime afin d'éviter le déplacement substantiel de l'équilibre économique et des sacrifices excessifs.

Dans ces conditions, comme le taux moyen réel du dollar a été évalué pour le Brésil, au cours de la période de 1940-1946, à Cr\$ 18,11 ou, dans la pire des hypothèses (éliminée l'influence des devises spécifiques) à Cr\$ 20,65, le taux de change contrôlé convenable doit être fixé sur la base d'une de ces valeurs, selon l'orientation de la politique économique.