

O SISTEMA CAMBIAL DO PERU

RÔMULO FERRERO (*)

Nesta oportunidade vou tratar de um tema que, no seu aspecto geral, relaciona-se muito estreitamente com o assunto que tive o agrado de tratar na palestra anterior. Com efeito, vou fazer referência aos problemas cambiais, ou seja, aos problemas de pagamento e, de forma muito especial, reporto-me ao modo pelo qual foi abordada, no Peru, esta questão no decurso dos últimos lustros, acentuando a diferença com a política havida em outros países.

Afirmo que este tema se liga diretamente ao da conferência anterior que tratou do mercado comum latino-americano porque, como então tive oportunidade de manifestar, porque não é possível separar o comércio dos problemas de pagamentos, e estes estão regulamentados pelo sistema cambial do país respectivo. Ademais, a forma como este sistema permite realizar os pagamentos é decisiva não só para o comércio internacional, como, também, para outro domínio de especial interesse, isto é, o das inversões estrangeiras. Estes dois aspetos — o das transações comerciais e o do movimento de capital — são muito importantes, e, de maneira especialíssima nos países menos desenvolvidos porque é necessário que estes possam adquirir aos países altamente industrializados os bens de capital de que necessitam para formar seu equipamento bem como, algumas vezes, determinadas matérias-primas e combustíveis indispensáveis à industrialização; e, também, porque estes países necessitam do concurso do investimento estrangeiro para complementar as poupanças nacionais, que sempre são insuficientes para financiar todos os investimentos que o desenvolvimento reclama.

O problema cambial ou problema de pagamentos tem uma incidência direta sobre dois aspetos: no aspecto comercial porque, como assinalai na palestra anterior, para que o comércio internacional possa preencher devidamente seus fins, isto é, para que possa haver uma divisão internacional do trabalho que permita a cada

(*) Engenheiro-Agrônomo Peruano, antigo Ministro da Fazenda e da Agricultura. Diretor da Sociedade Nacional de Agricultura e da Caixa Econômica de Lima.

país aproveitar ao máximo os recursos favoráveis de que dispõe (e, ao mesmo tempo, aproveitar as vantagens dos demais países através do intercâmbio de mercadorias) é necessário que se possa estabelecer uma comparação legítima, válida, entre os níveis de custos e preços de cada país, com os respectivos níveis dos demais países. E só se pode alcançar tal comparação se existe liberdade de pagamentos mediante a utilização de moedas conversíveis. A não ser assim, o comércio internacional fica desnaturado, restrito, e ficam muito diminuídas as vantagens que dele se pode retirar.

O mesmo acontece no que concerne aos investimentos estrangeiros. Antes de mais nada, estes investimentos necessitam que haja liberdade para que se transfira a amortização e os juros. Todos os investidores estrangeiros esperam, como é natural, obter um rendimento de tais inversões e gozar da capacidade de transferência das amortizações com a liberdade e sem demora. Na verdade, e mais especialmente, quando se oferecem condições favoráveis, é bem possível que, em muitos casos, em grande parte sejam reinvestidos os juros e as amortizações; mas, de qualquer forma, quando em consequência do sistema cambial e dos controles vigentes não existe liberdade de pagamentos, liberdade de transferência de divisas, há um desalento para o capital estrangeiro. Este foge porque considera que a situação se assemelha a uma armadilha na qual, uma vez prêso, torna-se muito difícil sair.

Portanto, os problemas cambiais tem enorme importância para o comércio internacional e para os investimentos estrangeiros. E é por esta razão que, depois de uma etapa bastante prolongada, na qual o mundo inteiro submergiu numa série de restrições de câmbio e de comércio, decorrentes principalmente da grande crise mundial de 1931, foram sendo abandonadas as restrições. Assim, citando a Europa, Continente que tomou a iniciativa neste particular, lembrei na conferência anterior os esforços que se realizaram desde que terminou a guerra e nasceu a recuperação econômica, iniciada pelo Plano Marshall. Esses esforços tiveram como objeto, eliminar mais de 60 convênios bilaterais de comércio e pagamentos substituindo-os pela União Européia de Pagamentos, que estabelecia: 1.º — compensações multilaterais fundamentadas na liquidação de uma proporção decrescente dos saldos, proporção que, paulatinamente, foi diminuindo até fixar-se, em 1955, em 25%, liquidando-se o resto com pagamentos em ouro para, em seguida, chegar à conversibilidade externa.

Também na América Latina as restrições de pagamento adquiriram grande importância a partir de 1931 e até mesmo se pode dizer que nossos países têm a honra, um pouco duvidosa, de ter inventado uma série de mecanismos restritivos de pagamentos, que não existiam em outras áreas. Assim por exemplo, o sistema dos depósitos prévios, foi utilizado primeiramente no Chile; depois estendeu-se a outros países.

De modo que, para que se possa levar avante uma divisão do trabalho; para que o comércio possa ter os resultados que dêle se espera; para que os investimentos estrangeiros afluam e para que continue o desenvolvimento econômico, é indispensável que exista a liberdade de pagamento. De outra forma não se pode colher tais frutos. Por esta razão, nos últimos 10 anos se realizam na América Latina esforços nesse sentido com a substituição dos sistemas existentes (melhor que sistemas deveriam ter sido chamados de regimes porque, na realidade, não eram resultado de concepções racionais mas, sim, de expedientes arbitrários). Estão sendo substituídos os complicados regimes de pagamento e de comércio, baseados em convênios bilaterais, e utilizando paridades múltiplas e taxas diferenciadas, por taxas únicas e por um sistema de câmbio livre.

Sem falar no caso do Peru, que tradicionalmente tem um sistema de câmbio livre, é preciso mencionar os casos dos países do nosso Continente que, sucessivamente, também adotaram um sistema de câmbio único e livre como, por exemplo, a Bolívia, o Paraguai, o Chile, a Argentina e o Uruguai. Acredito ter assinalado na oportunidade anterior, que esses sistemas ainda não chegaram, entretanto, a alcançar um grau verdadeiro de unidade, porquanto existem certas formas de diferenciação, não mais com o rótulo de taxas de câmbio diferenciado ou múltiplas, mas, sim, sob a forma de retenção de uma percentagem do valor das exportações ou de sobretaxas, segundo o tipo de importações. No fundo isto é equivalente ao sistema de taxas múltiplas. Todavia justifica-se, ou pelo menos, se explica, como fórmula de transição que substitui temporariamente a revisão das tarifas aduaneiras, revisão essa que, através dos novos direitos de importação, preenche, aproximadamente, os mesmos fins. Mas essa transição não deve ser longa porque se incorre no perigo de perpetuar a situação atual.

A complexidade demonstrada pelos regimes cambiais dos países da América Latina proveio, sempre, do desequilíbrio dos

seus respectivos balanços de pagamentos; por sua vez, êsse desequilíbrio se originou no fato de êsses países terem passado por um processo de desvalorização interna que não se quis deixar que repercutisse, também, no valor externo, ou seja, na taxa de câmbio.

Enquanto alguns países, entre os quais devo citar o Peru e o México, ao sofrer um processo de desvalorização interna deixaram que o valor externo de suas respectivas moedas variasse correlativamente, desvalorizando a taxa cambial e mantendo-a livre, outros países não procederam da mesma forma. Muito pelo contrário, adotaram restrições de diversos tipos, tanto de pagamentos como comerciais, incidiram no contrôlê de câmbio, no sistema de cotas e de licenças, no mecanismo dos depósitos prévios, tudo isso simplesmente porque, em lugar de deixar que se restabelecesse o equilíbrio entre o valor interno e externo da moeda pelo reajustamento da taxa cambial pretenderam manter esta taxa totalmente desequilibrada. Isto nos obrigou a adotar as citadas restrições a fim de forçar um equilíbrio artificial.

Um balanço de pagamentos sòmente está desequilibrado quando a taxa de câmbio não permite que se ajuste a oferta à demanda da moeda estrangeira, pois há sempre uma taxa à qual se realiza êsse ajustamento.

Quando não se deseja reconhecer o processo de desvalorização interna mas apenas dissimulá-lo, empregam-se restrições de tôda ordem sob a forma de contrôles cambiais. Contudo, a única coisa que se consegue, ao proceder assim, é agravar o desequilíbrio entre o valor interno e o valor externo da moeda e acentuar a pressão sôbre o balanço de pagamentos. A longo prazo, ter-se-á que levar a cabo, fatalmente, uma desvalorização que, via de regra, é muito mais forte do que a que se teria produzido se não tivessem sido adotadas tais restrições. Disso a experiência da América Latina constitui prova por demais abundante.

Além disso conhecemos o inconveniente que existe para a economia de um país, especialmente se êste país é subdesenvolvido, quando se utilizam os contrôles cambiais, e todos os demais dispositivos de restrição. O emprêgo de tais armas impede que a produção se oriente na forma que melhor convém à economia do país, quer internamente, isto é, entre os distintos ramos de produção, quer externamente, isto é, em comparação com os demais países, porquanto fica completamente deformado o padrão de medida ou comparação de valores, que é a moeda.

A função real de uma taxa de câmbio é dupla: em primeiro lugar, permitir que se compare de um modo efetivo os níveis internos de custos e preços, para que cada país saiba o que é que lhe convém importar e o que é que lhe convém exportar; e, em segundo lugar, manter um equilíbrio entre a oferta de divisas com que conta e a procura de divisas para suas importações e outros pagamentos. Se a taxa de câmbio sobrevaloriza a moeda de um país, que é o caso mais comum já que os de subavaliação da moeda são inteiramente excepcionais (talvez o único caso que se poderia apresentar nos tempos atuais é o da Alemanha) tal taxa tem um duplo inconveniente; deprime as exportações ao não permitir que os produtores obtenham, em moeda nacional, o verdadeiro valor dos seus produtos, enquanto o custo interno continua aumentando devido à inflação, daí resultando uma verdadeira punição para esses produtores; por outro lado, como a taxa de câmbio é demasiado baixa para a moeda estrangeira, estimula a procura de importações e dêsse modo exagera o desequilíbrio dos balanços de pagamentos, ao invés de corrigi-lo.

Como já se disse com muita propriedade, utilizar estes contrôles cambiais em época de inflação a fim de que esta não se reflita no valor externo da moeda, é a mesma coisa que quebrar o termômetro quando o paciente tem febre a fim de que o termômetro não espelhe o grau de febre que tem o enfêrmo.

As manipulações cambiais prejudicam a produção econômica nacional sob diversas formas. Em primeiro lugar, porque são punitivas das produções básicas, não só exportações como também serviços públicos. Prejudica os serviços porque, via de regra, o contrôle dificulta que estes serviços obtenham divisas no valor suficiente para manter seus equipamentos em condições adequadas e capazes de fazer frente às exigências que têm de atender; esta dificuldade na obtenção de divisas, ligada ao contrôle interno das tarifas e à alta de seus custos, faz com que, em todos os países da América Latina, os serviços públicos tenham sido um dos ramos mais sacrificados pela inflação e pelos contrôles cambiais.

Também prejudica as indústrias nacionais porque, ainda que em alguns casos estas sejam favorecidas pela proteção representada pela impossibilidade ou dificuldade de trazer mercadorias competitivas (para as quais não se concedem divisas), encontram obstáculos para obtenção de peças de reposição e maquinaria, com o que, pouco a pouco, vão perdendo eficiência.

Este sistema de câmbio artificial também prejudica a economia do país porque se se iniciam os artifícios pelo processo, adotado com muita freqüência na América Latina, de negar divisas para certos artigos considerados não essenciais para dar a outros, reputados indispensáveis, então, inevitavelmente, ao não poder importar do exterior os artigos menos necessários, ou mesmo de consumo suntuário, há um aumento dos seus respectivos preços internos provocado pela escassez. E êsse aumento torna essa forma de produção especialmente atrativa para as inversões nacionais. Assim, ainda que haja proibição, por exemplo, para importar produtos de toucador, perfumes estrangeiros ou artigos de luxo, ela própria fornece o estímulo para que se produzam artigos similares no país, desviando as inversões dos domínios em que seriam mais benéficos em termos de desenvolvimento econômico para atividades que são inteiramente secundárias.

Muito se tem dito nos países latino-americanos em prol dos contrôles de câmbio e importação, como forma de aumentar a capitalização nacional pelo processo seletivo no uso das divisas, a fim de que êstes não sejam indiscriminadamente utilizados em qualquer tipo de importação e sim nas importações que o país realmente necessita: os bens de capital que não se pode produzir. Contudo a experiência que se pode colhêr em 30 anos mostra que esta argumentação é inexata por vários motivos: em primeiro lugar por um motivo estatístico (quero fazer referência aqui entre outros a um recente trabalho de um economista bem conhecido nos países latino-americanos e em especial no Brasil, Ray Carlson); temos os bens de capital. Não aumentaram na prática, a percentagem das importações comparativamente aos países que não seguiram a mesma orientação; a explicação é a mesma que deu a êste Instituto, há alguns anos, o Prof. Ragnar Nurkse, recentemente falecido; Nurkse assinalou com muita clareza que a importação de um bem de capital é simplesmente a contra partida de um ato equivalente de poupança nacional.

Poupança e investimento nada mais são que verso e reverso da medalha; poupança é a parte da renda nacional não empregada em bens de consumo, e o investimento a fração da despesa nacional não despendida em consumo, e sim, em bens de capital. Tem-se então que um país não pode aumentar a sua capitalização pelo simples fato de proibir estas ou aquelas importações de bens de consumo, preferindo importar bens de capital. Porque a verdade é que, como assinalou Nurkse nas suas conferências pronunciadas

no Instituto Brasileiro de Economia, a condição da eficiência desta política reside na necessidade de adotar outras medidas complementares que garantissem um aumento da poupança nacional, capaz de permitir o aumento da capitalização desejada.

Portanto, as medidas orientadas simplesmente para a proibição da entrada de bens de consumo, a fim de favorecer a entrada de bens de capital, não podem ter como resultado o aumento da capitalização nacional porque, em si não asseguram, de forma alguma, o aumento da poupança nacional, único processo que verdadeiramente pode permitir um aumento do investimento nacional.

Por outro lado, essa mesma política tem outro efeito muito prejudicial que foi assinalado pelo Prof. Hicks, em estudo recentemente publicado. Este estudo se aplica precisamente ao caso dos países subdesenvolvidos. Hicks salientou, que, na verdade, os países subdesenvolvidos têm razão quando assinalam os inconvenientes da tendência do comércio internacional para dividir-se, de um lado, em países que exportam bens de capital, e de outro lado, em países que exportam produtos primários, como é o caso dos subdesenvolvidos. Tal divisão é um fenômeno inconveniente porque expõe tais países a amplas flutuações de preços e conseqüentes flutuações nas suas rendas em divisas, havendo, como conseqüência, um efeito perturbador das suas atividades econômicas, impedindo a realização de um programa contínuo e uniforme de desenvolvimento econômico.

Hicks assinalou, com toda razão, que precisamente a política (adotada se não em todos, pelo menos em grande número de países subdesenvolvidos) de eliminação das importações de bens e consumo e, ainda, de bens intermediários, que é substituída por produção interna, protegida pelas barreiras alfandegárias mas de custos elevados que não permitem exportar e competir com o estrangeiro, condena os países subdesenvolvidos por suas próprias ações, a ter que exportar unicamente matérias-primas. Acentua-se, assim, esse processo de divisão do comércio internacional entre países desenvolvidos, que exportam bens de capital, e países subdesenvolvidos, que exportam unicamente bens primários e que não querem importar bens de consumo. De modo que a própria ação destes últimos resulta em agravamento de tal divisão internacional do comércio.

Conseqüentemente, todos os sistemas que objetivam modificar a taxa de câmbio de equilíbrio que corresponda a um país, são sistemas que na prática não tiveram sucesso, e a experiência já colhida em nosso próprio Continente, a América Latina, é plenamente convincente dêsse fato. A tal ponto que, nos últimos anos, quase todos os países estão abandonando êsse regime cambial e tratando de chegar a uma situação onde existe apenas uma taxa de câmbio verdadeiramente livre e única, aproximando-se mais ou menos dessa meta, de acôrdo com as dificuldades que encontram e com o empenho em assim proceder.

Feita esta breve introdução para enquadrar o problema em moldura geral, quero antes de passar à parte principal de minha exposição que se confina ao caso do Peru, fazer referência e novamente assinalar que, no momento em que os países latino-americanos tratam de estabelecer uma zona de livre comércio e, eventualmente, um mercado comum (projetos que têm por finalidade aumentar a divisão do trabalho, aumentar a especialização, promover o comércio de todos êsses países, e elevar o nível de vida dentro da zona), é absolutamente indispensável que isso se faça com a adoção, em todos os países, de moedas que tenham taxa de câmbio em equilíbrio com seu respectivo valor interno. Em outras palavras, é necessário que exista uma taxa única e realista de câmbio, que haja liberdade de pagamento e conversibilidade das moedas, porque de outra forma, a zona de livre comércio e o mercado comum jamais poderiam preencher as finalidades para as quais teriam sido criados, terminando, simplesmente, numa espécie de ficção daquilo que efetivamente poderia ter sido alcançado.

Devo mais uma vez lembrar, como assinalei na conferência anterior, que na Europa se estrutura o Mercado Comum após um processo de estabilização econômica e monetária depois de chegar a taxas de câmbio que estão em equilíbrio com seus respectivos valores internos, não tendo variado nos últimos 11 anos, e chegar até à adoção da conversibilidade externa. Além do mais, o Mercado Comum Europeu tem como finalidade expressa aumentar a competição entre os países participantes, e não o aumento das barreiras frente a terceiros países.

Também devemos ter presente estas condições quando tratamos de realizar projeto de natureza semelhante para nossos países. Se êste projeto se concretiza fundamentado nesses mesmos prin-

cípios poderá contribuir, com o correr dos anos, para incentivar o comércio e estimular o desenvolvimento industrial sadio e contando com um mercado muito mais amplo, ao invés de compartimentos estanques e mercados limitados para cada país, ainda que sujeitos a naturais dificuldades provenientes do transporte do tempo requerido pelo próprio desenvolvimento industrial.

Passo agora a expor aquilo que aconteceu no Peru, no domínio do problema cambial. Indicarei qual a evolução que vem sendo experimentada, quais as características do nosso sistema cambial e a forma pela qual nós o consideramos.

Há alguns anos, especialmente a partir de 1950, generalizou-se em diversos países da América Latina o interesse pelo que se tem chamado de “experiência peruana” em matéria de sistema cambial, isto é, a defesa de um sistema de câmbio livre e flutuante, praticamente sem contrôles. A razão de tal interesse reside no fato de que esse sistema contrasta com o que vem vigorando há muitos anos em quase todos os países sul-americanos, encontrando-se agora vários desses países em etapa de transição mais ou menos avançada para um sistema semelhante ao que vigora no Peru.

As páginas seguintes têm por objeto fazer uma breve análise de sistema peruano, com a finalidade de procurar melhor compreensão do que esse sistema significa. Para isso, será necessário rever rapidamente alguns antecedentes que se referem à história econômica e monetária do país, nos últimos vinte e cinco anos, porque isso ajudará consideravelmente a compreender a situação atual à luz dos acontecimentos ocorridos nesse período. Que me sirva de apresentação o fato de há vinte anos estar acompanhando o curso desses acontecimentos, em razão de minhas atividades; e também, o de ter sido quem iniciou o retorno ao sistema tradicional de câmbio livre ao tomar as medidas necessárias em setembro de 1948.

Convém assinalar inicialmente que o *que se chama “experiência peruana”*, no sentido de “experimentação”, não é mais que a volta ao sistema que o Peru adotou tradicionalmente, desde que abandonou o padrão-ouro, durante a grande crise mundial de 1931. Ao contrário da maioria dos demais países, o Peru não adotou o controle cambial, deixando a taxa de câmbio em liberdade de encontrar seu próprio nível. Esse sistema vigora até hoje, ou seja, há quase 30 anos, salvo por lapso de quatro anos, entre 1948 e 1949. Durante esses quatro anos foram adotados contrôles, que começaram a ser abandonados em setembro de 1948, e aos quais se póde aplicar o título de “experiência peruana”.

Eis aqui, em suas linhas gerais, a evolução da política cambial peruana de 1932 até o presente.

ANTECEDENTES HISTÓRICOS:

Com o objetivo de melhor ordenar essa exposição, dividirei êsse lapso de um pouco mais de um quarto de século, nos seguintes períodos:

- 1) O período 1932-1940; ou seja, desde o abandono do padrão-ouro até à guerra.
- 2) O período 1940-45, ou seja, o da segunda guerra mundial;
- 3) O período de 1945-48, que foi o de contróle cambial;
- 4) O período de 1948-49, de transição para o retôrno ao sistema de câmbio livre; e, finalmente,
- 5) O período de 1950-60, que é denominado correntemente a "experiência peruana".

Pouco antes do início da crise mundial de 1931, ou seja, em fevereiro de 1930, o Peru havia adotado como nova unidade monetária o sol-ouro, em substituição à antiga libra peruana (que era dividida em 10 soles) fixando-se a paridade de 0,601853 gramas-ouro, equivalente a 40 centavos do dólar, mantendo-se, porém, a inconvertibilidade declarada no início da primeira guerra mundial. A dita paridade já consagrava uma desvalorização de uma sexta parte, porque a antiga libra peruana tinha o mesmo valor que a esterlina (4,83 dólar ou seja, 48 centavos do dólar por sol), e, ainda assim, chegou a ter forte prêmio ao fim da primeira guerra.

Poucos anos depois, em 1931, restabeleceu-se o padrão-ouro e a convertibilidade da moeda, porém novamente desvalorizada a uma paridade de 28 centavos por dólar (30% menos). Êsse restabelecimento da convertibilidade foi efêmero, porque coincidiu com a crise mundial que afetou desfavoravelmente o país, reduzindo o valor de suas exportações e o fluxo de capitais, a que se juntou a inflação interna. Produziu-se, assim, forte drenagem das reservas monetárias do Banco Central, o qual perdeu a terça parte das mesmas, entre os meses de janeiro e abril inclusive, do ano de 1932. Nesse momento, abandonou-se o padrão-ouro e decretou-se, novamente, a inconvertibilidade.

Deve-se assinalar *que a decisão adotada nessa época teve importância para o sistema cambial do Peru*. Nos momentos em que

sua economia e suas finanças eram açoitadas pela maior crise dêste século, e enquanto a maior parte dos países sul-americanos optavam por adotar o contrôle cambial, do qual só agora estão se livrando, o Peru resolveu manter o sistema de câmbio livre, sem estabelecer qualquer contrôle. O mérito dessa decisão pertence às autoridades que dirigiam o Banco Central de Reserva naquela época, e, principalmente, a seu Presidente de então, Pedro Beltrán, atual Ministro da Fazenda, que nunca desanimou em sua defesa dêsse sistema, como também em seu ataque à inflação, principal inimigo do sistema, porque leva ao contrôle.

Daquela data até agora, com a única exceção do período 1945-48, tôdas as vêzes que o Peru se viu em face de uma crise cambial escolheu o mesmo caminho: o de manter a liberdade cambial e deixar que a taxa encontre seu nível de equilíbrio. Assim se fêz em 1948-49, para abandonar o contrôle, e em 1954 e em 1958, quando ocorreram novas crises. Por isso insisto em afirmar que êsse sistema não é para nós uma "experiência" e, sim, o sistema tradicional.

A história do ocorrido desde então é a resultante da ação de dois fatores, que vamos examinar: a inflação interna e a situação das exportações. Com uma inflação moderada e as exportações aumentando, a taxa de câmbio permaneceu estável e o custo de vida subiu relativamente pouco; com uma inflação mais intensa e as exportações diminuindo, veio a desvalorização e o custo de vida elevou-se em maior proporção. Por essa razão, no presente estudo da evolução dos últimos vinte e cinco anos, serão utilizados como pontos de referência, as variações experimentadas, por um lado, pelo meio circulante (notas e depósitos do Banco Central de Reserva), e, por outro lado, pelo valor em dólares das exportações. O primeiro, é o principal determinante dos meios de pagamento, já que o volume dos depósitos bancários depende do mesmo, e, por isso, é mais simples acompanhar suas variações como representativas da oferta monetária, e, além disso, determina também a procura de divisas e de bens em geral. O segundo é o principal fator condicionante da oferta de divisas, de modo que a relação entre ambos os fatores é essencial na determinação da taxa de câmbio.

Em países de estrutura econômica pouco complexa como o Peru, a teoria quantitativa tem maior validade do que nos países

de economia mais desenvolvida e complexa, não se quer dizer com isso que tenha exatidão matemática. Isso se deve à baixa elasticidade da produção, ou seja da oferta de bens a que se junta a alta propensão a consumir (baixa propensão a poupar) e a importar. Isso faz com que o aumento da quantidade de moeda, utilizada fundamentalmente nessas economias como instrumento de troca e não como reserva de valor, se reflita fortemente sobre os preços, afetando assim tanto o custo de vida como a taxa de câmbio.

PERÍODO 1932-1940: RECUPERAÇÃO, ESTABILIDADE, NOVA DESVALORIZAÇÃO

Ao suspender-se em maio de 1932, a conversibilidade, a cotação do sol baixou de 28 centavos do dólar para 20, e atingiu em setembro desse ano a um mínimo de apenas 16 centavos. A crise econômica mundial, e dentro da mesma a nacional, estavam em seu pior momento, e a cotação do dólar continuou entre 16 e 17 centavos do dólar, durante a maior parte do ano de 1933, com um mínimo de 15,9 centavos em abril. A partir de maio começou a melhorar, terminando o ano a 22,4 centavos.

Os três anos e meio seguintes, 1934/37, foram de relativa estabilidade, flutuando a cotação do sol entre 23 e 25 centavos de dólar, ou seja, em torno de S/4, por dólar.

Essa situação prolongou-se até terminar o primeiro semestre de 1938, manifestando-se, então, uma nova desvalorização de nossa moeda, que terminou o ano com um valor de apenas 20 centavos do dólar. Tal desvalorização acentuou-se no ano seguinte, e ainda mais em 1940, de modo que, no mês de junho, o valor do sol era de somente 15,4 centavos do dólar. *Nessa época o Governo fixou a taxa de câmbio no mencionado nível, correspondente a S/6,50 por dólar.* A estabilidade verificada no período de 1934-37 deveu-se à recuperação da economia mundial, que repercutiu sobre a nossa, através da alta dos preços de nossos produtos de exportação, e portanto, do valor dessa. Os índices desse último valor e o montante do meio circulante ao terminar cada um desses anos, eram os seguintes:

Nos quatro anos transcorridos entre fins de 1933 e fins de 1937, o meio circulante aumentou de cerca de 53 milhões, ou seja, de 40%. Esse aumento relacionou-se com o incremento da atividade econômica após a crise de 1931-33, com a alta dos preços mundiais e do valor total das exportações peruanas, valor êsse que quase duplicou.

FIM DE	Meio circulante. Milhões de S/	Valor das Exportações. Milhões de US\$	Custo de Vida	Taxa de Câmbio
1932	77	38	99	4,69
1933	109	48	96	5,31
1934	126	70	98	4,34
1935	125	74	99	4,19
1936	151	84	104	4,02
1937	162	92	111	3,96
1938	176	77	112	4,47

Em 1938, êsses preços baixaram, e houve, também, menor safra de algodão, que era e continua sendo o principal produto de exportação — o que provocou a desvalorização de nossa moeda. Essa desvalorização acentuou-se em decorrência do transtôrno causado pelo início da segunda guerra mundial, e porque nos anos seguintes o meio circulante começou a crescer de modo demasiado rápido (25% entre 1938 e 1940).

PERÍODO 1940-45: INFLAÇÃO INTERNA

Durante êsse período, o câmbio se manteve oficialmente fixo à taxa de S/ 6,50 por dólar, ou, o que é o mesmo, a 15,38 centavos do dólar por sol.

Não obstante, o valor interno da moeda debilitou-se enormemente em virtude da excessiva emissão de meio circulante. O índi-

ce do Custo de Vida aumentou de 110, em 1939, para 181, em 1944, e a 202, em 1945, ou seja, quase duplicou.

A mencionada taxa era, ao ser adotada, mais desfavorável do que devia ser, isto é, subvalorizava nossa moeda em relação às demais, e por isso foi possível mantê-la por alguns anos apesar da queda do valor interno. Contribuíram para mantê-la o fato de que o valor das outras moedas, especialmente o dólar, também, diminuía, ainda que relativamente menos, e a redução involuntária das importações, que não podiam ser obtidas devido à guerra, o que diminuiu a procura de divisas.

Apesar de tudo, o processo de desvalorização interna foi tão intenso, que chegou um momento em que a taxa de S/ 6,50 se tornou insustentável.

Restavam dois caminhos: deixar que o sol encontrasse livremente seu novo valor, como se fêz de 1932 a 1940, ou tratar de sustentá-lo mediante restrições. *Lamentavelmente, optou-se pelo segundo caminho.*

No quadro seguinte pode-se apreciar a evolução seguida nesse período pelos mesmos índices, a saber: meio circulante, exportações (em dólares), custo de vida e taxa de câmbio.

FIM DE	Milhões de Soles	Exportações. Milhões de dólares	Custo de Vida	Taxa Câmbio
1939	196	72	110	5,33
1940	219	66	119	6,17
1941	285	76	129	6,50
1942	429	76	145	6,50
1943	534	71	158	6,50
1944	629	84	181	6,50
1945	771	104	202	6,50

Observa-se que *em cinco anos*, isto é, no fim de 1939 até o fim de 1944, *o meio circulante aumentou mais de três vezes*, sendo particularmente forte o aumento do ano de 1942 quando alcançou 50 por cento.

Contudo, o valor das exportações manteve-se quase estável aumentando somente a partir de 1944, porém em proporção muito inferior ao crescimento do meio circulante. Não obstante, a entrada real de divisas foi maior do que indica o valor das exportações em 1943-44, porque parte dos produtos foram acumulados, começando a sair em 1946, principalmente o algodão.

O custo de vida aumentou de dois terços (65%) e não subiu mais, devido ao fato de que a manutenção da taxa de câmbio impediu que o decréscimo do valor interno da moeda se refletisse em seu valor externo e as importações não encareceram por esse motivo, a não ser pelo seu maior valor internacional.

A causa do forte aumento do meio circulante nesse período, foi o grande incremento dos empréstimos feitos pelo Banco Central de Reserva ao Governo, os quais aumentaram entre 1939 e 1944 de 105 para 449 milhões de soles, ou seja, 80 por cento do aumento do meio circulante.

Esses empréstimos tiveram como finalidade cobrir *deficits* orçamentários, fazer face aos gastos da defesa nacional e subsidiar os alimentos básicos (trigo, carne, arroz).

PERÍODO 1946-48: CONTRÔLE CAMBIAL

Durante esse período, vigorou o contrôlo cambial, em razão do qual os exportadores foram obrigados a entregar tôdas as divisas ao Banco Central de Reserva a uma taxa de S/ 6,485 por dólar.

As importações dependiam de licença, para obtenção das divisas necessárias, sendo o contrôlo administrado por uma repartição do Ministério da Fazenda: a Superintendência do Comércio Exterior.

Nesse período, fizeram-se sentir dois poderosos fatores que se conjugaram para depreciar nossa moeda, a saber: *a procura de importações que não puderam ser satisfeitas durante a guerra* pela impossibilidade material de obtê-las dos países abastecedores, cuja produção estava desviada para fins bélicos; e *a contínua desvalo-*

rização interna de nossa moeda, devida principalmente ao excesso de emissões que vinham sendo feitas há alguns anos.

Embora a maior parte das transações fôsem feitas sob controle de divisas, existia um mercado livre para as remessas, mercado cuja cotação ia revelando a piora da situação de nossa moeda, se bem que não se podia considerar o mesmo como representativo do verdadeiro valor dessa, porquanto só abrangia pequena parte das transações. Nesse mercado, o dólar subiu de S/ 8,00 no ano de 1946 à média de S/ 12,54, no ano de 1947, e S/ 14,05, no ano de 1948. A queda brusca ocorreu a partir do segundo semestre do ano de 1946, pois o dólar passou do nível de S/ 7,00 no mês de julho, para S/ 8,00 em outubro desse ano, S/ 9,00 em março de 1947, S/ 10,00 em abril, S/ 11,00 em maio, e S/ 12,00 em junho, o que mostra o rápido progresso da desvalorização no mercado livre.

Nesse período (fins de 1944 a fins de 1948) o crescimento do meio circulante foi bem grande: 71 por cento, se bem que muito menos que o relativo ao período anterior. As exportações também quase duplicaram, porém de importações superou esse crescimento porque se tinha de atender a procuras não atendidas, acumuladas durante a guerra.

O aumento do custo de vida continuou e foi bastante acentuado (106%) e a pressão sobre a taxa de câmbio, dissimulada durante o conflito pela impossibilidade de serem obtidas importações, manifestou-se no mercado livre, como se mencionou antes, no qual aumentou de 116%.

Já em fins do ano de 1945, eu havia chamado a atenção em meu estudo "La Política Fiscal y la Economía Nacional" para as conseqüências inevitáveis do processo de inflação e desvalorização interna da moeda dos anos anteriores, e para os inconvenientes do controle cambial, adotado no princípio desse ano, o qual não podia resolver o problema criado pela desvalorização. Assinalava eu, também, a contradição de se pretender manter estável o valor exterior da moeda enquanto se debilitava seu valor interno, abandonando a estabilidade que é absolutamente indispensável para garantir a taxa cambial.

Esses conceitos, expressados pouco tempo depois de deixar o Ministério da Fazenda pela primeira vez, foram confirmados pelos acontecimentos subseqüentes, isto é, pela alta progressiva da taxa

cambial no mercado livre, que culminou com o abandono da paridade oficial entre 1948 e 1949, como se verá mais adiante.

ANO	Meio circulante. (Milhões)	Exportações. (Milhões de dólares)	Custo de Vida	Taxa de Câmbio (controlada)
Dez.º 1944	629	84	181	6,50
1945	771	104	202	6,50
1946	828	151	221	6,50
1947	996	154(*)	286	6,50
1948	1 075	162	374	6,50

(*) Nesse ano foram exportadas grandes quantidades de produtos acumulados durante a guerra (algodão).

Talvez seja conveniente indicar as variações sofridas por todos êsses índices, nos dois períodos indicados, já que o que aconteceu no segundo deveu-se em boa parte ao ocorrido no primeiro período.

ANO	Meio circulante. (Milhões)	Exportações. (Milhões de dólares)	Custo de Vida	Taxa de Câmbio (controlada)
Dez.º 1939	196	72	110	5,33
1948	1 075	162	374	6,50 (oficial) 14,05 (livre)

Entre fins de 1939 e fins de 1948 o montante do meio circulante aumentou de 450 por cento; o valor em dólares das exportações aumentou 125 por cento; o índice do custo de vida elevou-se em 240 por cento, e a taxa de câmbio do mercado livre aumentou 164 por cento.

PERÍODO 1948-1949: ELIMINAÇÃO DOS CONTRÔLES

Em 6 de setembro de 1948, sendo eu Ministro da Fazenda, foi promulgado um decreto pelo qual se outorgava aos exportadores a *faculdade de vender no mercado livre certificados de moeda estrangeira em montante igual a 35 por cento do valor das exportações*, deduzidos os direitos (29 por cento do valor total, sobre o conjunto das exportações desse ano). Ao mesmo tempo que em torno da metade (em valor) das mercadorias importadas em 1947 deveriam ser importadas daí por diante com esses certificados, e o resto, constituído por alimentos, medicamentos, máquinas, e matérias-primas essenciais, à taxa oficial de S/ 6,50.

Ao serem convertidos os certificados em divisas para o pagamento da primeira classe de importações, adicionava-se uma sobretaxa de S/ 3,50 por dólar, cujo produto se destinava a *amortizar a dívida do Governo para com o Banco Central de Reserva por perdas relativas a subsídios a produtos de alimentação*. A mencionada sobre taxa subia a S/ 10,00 quando se tratava de importações consideradas de luxo, cuja lista era limitada.

Juntamente com esse decreto expediu-se outro, facultando à Superintendência de Bancos a elevar os encaixes mínimos que os Bancos devem manter em relação a seus depósitos, com o objetivo de limitar a expansão dos mesmos e do crédito bancário, o qual havia contribuído para a inflação.

Com essas medidas deu-se um passo decisivo para eliminar o controle cambial e combater a inflação. Os exportadores podiam vender livremente 35% de suas divisas, aumentando assim seus rendimentos em soles; os importadores podiam adquirir no mercado livre certificados para importar mercadorias não sujeitas ao câmbio oficial; o Banco de Reserva recebeu 30 milhões de soles para amortizar a dívida do Governo em somente 3 meses de vigência do sistema; conteve-se a expansão do meio circulante do crédito; e iniciou-se o caminho de transição para um regime de liberdade completa de trocas e de importações, de forma gradual para suavizar a brusca modificação da taxa oficial de S/ 6,50 para a taxa livre de cerca de S/ 15,00.

Essas medidas foram seguidas, no mês de dezembro, por outra adotada pelo Governo seguinte, em virtude da qual elevou-se a percentagem de certificados fornecidos aos exportadores a 55 por cento do valor total (em vez de 35% do valor, deduzidos os direitos

ou seja, 29% do valor total); os 45% restantes foram reservados para importações de produtos alimentícios e despesas do Govêrno; formulou-se uma importante lista de mercadorias cuja importação foi proibida; suprimiu-se o requisito de licença para importar; e suprimiu-se também, a sobretaxa de S/ 3,50, cobrada no regime anterior.

Esse segundo passo aproximou-se muito da meta desejada, mas na prática, a percentagem de certificados era baixa em relação às importações que deviam ser atendidas, enquanto a percentagem de divisas do tipo oficial era excessiva. Por essa razão, a cotação do dólar livre subiu muito, tendo-se verificado, por outro lado, acumulação de divisas à taxa oficial, ou seja, no Banco Central de Reserva, o que significou aumento do meio circulante e do crédito bancário, reforçando assim a pressão sôbre a taxa de câmbio livre.

Essa taxa, que era de S/ 15,00 no ano de 1948, subiu a S/ 18,00, em março de 1949, e chegou a passar de S/ 20,00 em julho dêste mesmo ano (até S/ 22,00), nesse momento porém foram aumentados os encaixes mínimos dos Bancos, interrompendo-se o crescimento do meio circulante e a alta foi detida, baixando depois o câmbio.

No mês de agosto de 1949, deu-se um novo passo; permitiu-se aos exportadores a livre disposição, como certificados, de 100% das divisas denominadas "excedentes" (esterlinas e pesos argentinos) assim como as provenientes da exportação de minérios, permitindo também que se importassem com as mesmas as mercadorias da lista de proibições.

Com essas medidas, a taxa de câmbio baixou e *no mês de novembro, deu-se o passo final de extensão a tôda classe de divisas, inclusive dólares, do mesmo regime de 100% de certificados de livre negociação.* Não se podia importar, entretanto, com essas moedas, as mercadorias proibidas.

Ao terminar o ano de 1949, o dólar já se cotava a S/ 16,00 com uma notável melhoria em relação aos sete primeiros meses do ano, que foram de alta contínua.

Com o regime estabelecido em novembro de 1949 ficou suprimida a taxa de câmbio de S/ 6,50 por dólar, efetuando-se daí por diante tôdas as importações à taxa à qual se obtém o certificado no mercado livre, e sem nenhuma exigência de solicitação de licença.

A lista de mercadorias de importação proibida com moedas "duras" foi sendo reduzida no ano de 1950, em vista da melhoria da situação, e sobretudo, em consequência do auge de nossas exportações, do corrente do início da guerra da Coréia, em junho de 1950.

As variações sofridas nesse período pelos índices considerados foram os seguintes :

ANO	Meio circulante (milhões)	Exportações. (Milhões de dólares)	Taxa de Câmbio Oficial S/	Taxa de Câmbio Livre S/	Custo de Vida
1948 Dez.	1 075	162	6,50	14,05	374
1949 Jun.	1 169] 1 173]	155	6,50	18,19	430

Vê-se que a expansão do meio circulante teve lugar somente no primeiro semestre do ano de 1949, estabilizando-se depois.

A "EXPERIÊNCIA" DE 1950-1960

O sistema vigente até 16 de maio do presente ano, teve sua implantação completada no mês de novembro de 1949, ou seja, quase 11 anos depois de um período de transição, que começou em setembro de 1948. Suas principais características eram as seguintes :

- 1) *Os exportadores entregavam ao Banco Central de Reserva a totalidade das divisas, recebendo em troca das mesmas, certificados livremente negociáveis no mercado.* Esses certificados deviam ser vendidos dentro de um prazo que variou entre 60 e 5 dias, para evitar uma possível retenção das mesmas. A existência de certificados tinha por objetivo impedir a evasão de divisas procedentes das exportações.

- 2) *Esses certificados eram empregados para pagar importações, sem qualquer outra exigência.* Além disso, podiam ser utilizados com prévia autorização do Ministério da Fazenda para o pagamento de lucros, serviços técnicos, etc. Na prática utilizavam-se para êsses fins aproximadamente 10% do total, pois muitos dêsses gastos eram pagos com transferências no mercado livre, já que sua cotação era muito pouco superior à dos certificados.
- 3) *Ao lado do mercado de certificados, alimentado pelas exportações, existia o mercado completamente livre de remessas e que era alimentado* pelas entradas de capitais, gastos de turistas, diplomatas, etc. Essa classe de entradas tinha grande importância, alcançando aproximadamente uma terça parte dos rendimentos das exportações, ou seja, uma quarta parte do total.

As divisas livres podiam ser empregadas irrestritamente, inclusive no pagamento de importações, de modo que havia bastante comunicação entre ambos os mercados, sendo por isso suas cotações muito próximas; em 1958, apesar da pressão sobre o câmbio, a diferença foi somente de 10 centavos do sol por dólar (0,5%).

- 4) *As autoridades monetárias exerceram rigoroso controle sobre o volume do crédito privado;* por meio dos encaixes ou reservas que devem ser mantidas pelos Bancos Comerciais relativamente aos seus depósitos; por meio de elevadas multas (18%) impostas aos que incorriam em *deficits* de encaixe; e por meio da taxa de redesconto do Banco Central, que é agora de 9%.

Como se vê, exerceu-se o controle indireto financeiro sobre o crédito bancário, aparte do controle representado pela existência do próprio certificado, que não permitia o emprêgo das divisas senão para importações e serviços autorizados. Assim, a eficácia do controle depende do grau de expansão do meio circulante para outros fins, especialmente empréstimos ao Governo e aos Bancos de Fomento (Agro-Pecuário, Industrial e Mineração) pois que essa expansão aumenta a caixa dos Bancos e suas possibilidades de empréstimos.

- 5) *No ano de 1958 recorreu-se a uma elevação seletiva dos direitos de importação específicos, e novamente em 1959*

aos direitos "ad valorem". A finalidade foi dupla: primeiro, proporcionar maior receita ao Governo; segundo, desestimular determinado tipo de importações.

- 6) A 16 de maio foi suspenso o regime de certificado descrito acima, ficando, portanto, inteiramente livre o *sistema cambial*, podendo os exportadores vender suas divisas quando e como quiserem. Com isso desapareceu o último resquício de controle, e foram unificados os dois mercados de divisas.

Durante êstes dez anos o país atravessou uma série de vicissitudes de origem interna e externa. Tivemos forte ascensão dos preços internacionais, determinada pela guerra da Coréia (1950-1951), seguida pelo reajustamento de 1952/53; e, em seguida, um novo período de ascensão das exportações até 1957 inclusive, seguido por outra baixa dos preços a partir do segundo semestre dêsse ano até meados de 1959, recuperando-se logo, porém, sem atingir o nível de 1957, nível êsse que somente no ano corrente está sendo ultrapassado. Por outro lado, tivemos períodos de forte expansão do meio circulante e outros de menor crescimento. O ocorrido com a taxa de câmbio foi o resultado dessas duas forças, produzindo-se em 1953-54 uma desvalorização de S/ 15,50 para S/ 19,00 por dólar, e em 1958/59 para S/ 27,70, ou seja, *um aumento de 84% no total, em nove anos.*

ETAPA 1950-1953

A guerra da Coréia determinou um brusco aumento do valor das exportações (de 155 milhões de dólares em 1949, para 253 milhões em 1951, ou seja, 63%), para baixar depois, em 1952 e 1953, ano em que alcançaram 222 milhões, ou seja, 12% menos que em 1951. Enquanto isso, continuou o forte aumento do meio circulante, determinado entre fins de 1950 e meados de 1951, pela grande afluência de divisas, e, mais tarde, pelo forte aumento dos empréstimos do Banco Central de Reserva ao Governo e também aos Bancos Comerciais.

Como consequência dêsses dois fatores, a taxa de câmbio começou a piorar em 1953, chegando em fevereiro de 1954 a S/ 22 por dólar. Nesse momento, o Governo interveio para diminuir o ritmo de suas inversões e elevar os encaixes bancários. Com essas medidas a taxa de câmbio baixou em fevereiro a S/ 19,30 e a seguir

a S/ 19, e a seguir S/ 19,00, influenciada, em parte, pela recuperação das exportações no mesmo ano.

A variação dos principais índices nesse período foi a seguinte :

ANO	Meio circulan- te (milhões)	Exportações. (Milhões de dólares)	Custo de Vida	Taxa de Câmbio
1949	1.173	155	430	13,50(*)
1950	1.334	194	482	14,85
1953	2.081	222	619	20,00(**)

(*) Média ponderada das taxas oficial e livre.

(**) Dezembro.

Tomando como ponto de partida o ano de 1950, ou seja, depois de transcorrido um ano desde o fim do período de transição do controle cambial para a liberdade, *resultado que nos três anos seguintes, o meio circulante aumentou de 56%, as exportações somente de 14%* (passando por um máximo em 1951), *o custo de vida subiu 28% e a taxa de câmbio, 34%*. A desvalorização havida em 1953-54 foi devida ao fato do crescimento do meio circulante ter sido muito superior ao das exportações, rompendo-se o equilíbrio; e, em consequência, teve que subir o custo de vida. Desde o início dessa desvalorização, vinhamos advertindo sobre o que adviria em decorrência dessa exagerada expansão interna. Em meados do ano de 1953, reiterando essas advertências, ao escrever um estudo sobre "La Historia Monetaria do Peru en el Presente Siglo, 1900-1953", salientamos que, após três anos de relativa estabilidade, era sentida novamente uma pressão sobre a taxa de câmbio por essa causa, e que a situação exigia grande prudência por parte do Governo a fim de manter o equilíbrio de seus gastos, assim como moderação no setor privado para que não se perdesse a estabilidade que já se via ameaçada. Os fatos confirmaram muito depressa esse temor.

ETAPA 1954-57

O ano de 1954 foi um ano de estabilidade sob todos os pontos de vista porque o meio circulante aumentou muito menos que nos anos anteriores (9,4% contra 15,7% em 1953, 15,2% em 1952 e 17,0% em 1951; e, do mesmo modo, a expansão creditícia foi moderada 7,1% contra 12,7%, 27,9% e 30,9% nos três anos anteriores). No ano seguinte, 1955, também houve expansão moderada do meio circulante (5,8%) e forte dos créditos bancários (19,4%), as exportações porém recuperam-se da queda post-conflito coreano. Dessa forma manteve-se um equilíbrio aproximado evidenciado pela estabilidade da taxa de câmbio nesses três anos (1954-56) e pelo moderado aumento do índice do custo de vida.

No segundo semestre do ano de 1956 tornou-se a manifestar um aumento muito elevado da entrada de divisas, devido, principalmente, ao aumento das exportações de minérios. Repetindo-se o processo de 1950, porém em menor escala, o Banco Central em vez de permitir a valorização do sol, comprou o excesso de divisas para manter a taxa a S/ 19,00, provocando assim um forte incremento do meio circulante já que se adquiriram mais de 20 milhões de dólares. Além disso, nesse ano, houve forte desequilíbrio das finanças públicas, o que motivou empréstimos substanciais do Banco Central ao Governo, após três anos, durante os quais haviam aumentado relativamente pouco.

Por essas duas razões o meio circulante aumentou em 1956 de quase 24%, na sua maior parte no segundo semestre do ano, e isso desequilibrou por completo a situação, lançando as sementes da desvalorização que teria que se produzir pouco mais tarde, ainda que aparentemente a situação fôsse de prosperidade.

Durante o ano de 1957 perdurou o desequilíbrio das finanças públicas e empréstimos substanciais foram feitos aos Bancos Comerciais e de Fomento. Tudo isso fez com que aumentassem os empréstimos do Banco Central de 948 milhões de soles (45%), o que significou uma expansão excessiva do meio circulante, superior à verificada no ano anterior.

A pressão de procura sobre o mercado de câmbio aumentou, e como a entrada de divisas não subiu, tal como vinha ocorrendo nos anos anteriores, manifestou-se um forte desequilíbrio no balanço dos pagamentos. Fêz-se face a essa situação vendendo as reservas acumuladas, as quais baixaram assim, nesse ano, de 31 milhões

de dólares, ou seja mais do que tinham aumentado em 1956 tornando-se evidente desde o último trimestre do ano que não se podia sustentar a taxa de câmbio. Por isso, em janeiro de 1958, o Banco teve de retirar-se do mercado, subindo desde então a mencionada taxa.

ANO	Meio Circulante. (Milhões de S/)	Exportações. (Milhões de dólares)	Custo de Vida	Taxa de Câmbio (Soles por dólar)
Dez. 1953	2 081	222	619	19,43
1957	3 281	330	773	21,65
Aumento	1 200	118	154	2,22

NOTA: A taxa de câmbio de 1957 é a observada em fevereiro de 1958 quando o Banco Central deixou de sustentá-la ao nível de S/ 19,00, com a venda de suas divisas. A taxa relativa a 1953 é a do mês de dezembro desse ano. O meio circulante aumentou, em quatro anos, de 1.200 milhões de soles (58%), na sua maior parte (873 milhões) durante os anos de 1956 e 1957.

Os empréstimos totais do Banco Central de Reserva ascenderam a 1,432 milhões (88%), dos quais 800 milhões constituíram o aumento dos empréstimos ao Governo, 582 milhões aos Bancos de Fomento e somente 52 milhões aos Bancos Comerciais.

Na realidade, o aumento dos empréstimos ao Governo e o aumento total excedeu em 100 milhões a cifra indicada, porque tal montante baixou ao serem revalorizadas as reservas monetárias do Banco em março de 1955, um ano após a desvalorização do sol de S/ 16,00 para S/ 19,00.

No mesmo período, os empréstimos dos Bancos Comerciais ao público aumentaram de 1 936 milhões de soles (59%) e os depósitos, 2,363 milhões (63%), percentagens essas próximas às do aumento do meio circulante. O valor das exportações subiu de 222 para 330 milhões de dólares, ou seja, praticamente de 50 por cento.

Deve-se ter presente que o meio circulante não aumentou mais, porque sua expansão levou à venda de grandes quantidades de

divisas que neutralizaram em parte a expansão, se bem que deixaram latentes as pressões inflacionistas, as quais não aparecem em toda sua magnitude através dos números. Assim, no primeiro período em estudo, as reservas do Banco somaram 21 milhões de dólares (dezembro de 1953) e em 1956 ascenderam a 46 milhões, enquanto que ao fim do período eram de apenas 10,6 milhões (dezembro de 1957). O índice do custo de vida havia aumentado, no mesmo período, de 619 para 773, ou seja, 25%. A taxa de câmbio era mantida em 1957 com o sacrifício reservas monetárias, o que indicava que a mesma já não era real e que havia um forte desequilíbrio.

ETAPA 1958-1960

Durante o ano de 1958 e durante os sete primeiros meses do ano de 1959 persistiu o forte *deficit* fiscal, o aumento do meio circulante e o desequilíbrio do balanço de pagamentos, de tal modo que, no mês de julho do último ano, a taxa de câmbio chegou a se elevar a S/ 31 por dólar, apesar do Banco Central ter esgotado suas disponibilidades e utilizado 23 milhões de dólares dos empréstimos de estabilização obtidos no exterior (FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL e EXPORT-IMPORT BANK).

Nesse momento mudaram o Gabinete e a política econômica, suspendendo-se então os empréstimos do Banco Central ao Governo, o que estabeleceu a confiança pública.

As entradas de divisas aumentaram fortemente por essa razão e devido à recuperação das exportações, de tal modo que durante os restantes meses do ano o Banco pôde recuperar 31 milhões de dólares, ou seja, a metade do que tinha perdido nos 18 meses anteriores, e a taxa de câmbio baixou, estabilizando-se em S/ 27,70 por dólar. Da mesma forma, o custo de vida, que tinha aumentado 15% até agosto, praticamente estabilizou-se.

No corrente ano esse processo de estabilização continua evidenciado através do equilíbrio das finanças públicas, do *superavit* do balanço de pagamentos, da estabilidade do custo de vida e da taxa de câmbio.

Se bem que o balanço de pagamentos favorável tenha determinado, a partir dos últimos meses do ano passado, um forte aumento do meio circulante, o mesmo foi neutralizado, primeiro pela absorção dos *deficits* de encaixe dos Bancos Comerciais, e,

mais recentemente, através do estabelecimento de um encaixe de 100% para o aumento dos depósitos acima do nível alcançado em 22 de abril, com o qual se impossibilita a continuação da expansão creditícia que fazia perigar o processo de estabilização. No quadro seguinte são resumidas as variações verificadas no período de 1957 (dezembro) a 1960 (abril) nos principais índices que vimos utilizando inserindo-se também os do ano de 1953 de tal modo que se abrange todo o período compreendido entre a última desvalorização (1958-1959) e a precedente (1953-1954).

ANO	Meio circulante (milhões de S/)	Exportações. (Milhões de dólares)	Custo de Vida	Taxa de (soles por dólar)
Dez.º 1950	1.334	194	482	14,85
1953	2.081	222	619	19,43
1957	3.281	330	773	21,65
Abril 1960	4.654	440 (estimado)	1 012	27,70
Aumento	2.564	178	393	8,27

Portanto, nesse último período, de pouco mais de seis anos, o meio circulante aumentou de 122%, as exportações (previsão deste ano) de 80%, o custo de vida, 63%, e a taxa de câmbio, 43%. A causa principal dessa forte desvalorização reside nos elevados deficits fiscais, os quais podem ser avaliados pela verificação do aumento da dívida do Governo para com o Banco Central, de 1.005 milhões em 1953 para 3.200 milhões no presente, ou seja, de mais triplo (quase 2.200 milhões de aumento).

Voltando ao ano de 1950 e comparando-o com a situação atual, o meio circulante aumentou de 1.334 para 4.645 milhões, ou seja de 250%; os empréstimos do Banco Central ao Governo aumentaram de 650 para 3.200 milhões, ou seja, de 385%; as exportações subiram de 194 milhões para 400 milhões (estimados) este ano, ou seja, 100% a taxa de câmbio subiu de 14,85 para 27,70 por dólar ou

seja 86%, e o custo de vida elevou-se de 482 a 1.012, ou seja, 110%. Portanto, a relação entre o aumento do meio circulante e o das exportações é quase igual ao do acréscimo da taxa de câmbio ($350/200 = 1,75$; $27,70/14,85 = 1,86$ a qual hoje em dia está acima do nível de equilíbrio, como demonstra a forte acumulação de divisas que se está verificando desde setembro de 1959 (40 milhões de dólares).

Tenho acentuado essas relações e coincidências, não porque sustente que existe uma relação matemática entre o aumento do meio circulante, o incremento da oferta de moeda estrangeira e o aumento da taxa de câmbio, senão porque estou convencido de que existe entre ambos os processos uma relação muito estreita de causa e efeito, em países de estrutura econômica como o nosso.

A importância disso para a política monetária, de crédito e fiscal é óbvia, pois o aumento do meio circulante em excesso relativamente ao crescimento da produção traz consigo inevitavelmente a subida mais ou menos rápida da taxa de câmbio. A desvalorização é, pois, uma consequência da inflação interna, e se apresenta com maior intensidade quando as exportações caem devido à queda dos preços internacionais.

RESUMO DE 1957-1960

Para que se tenha uma perspectiva adequada do que sucedeu durante esse período no Peru, convém resumir o acontecido desde o ano de 1937, ano esse que marcou o fim do período de estabilidade e recuperação da economia nacional, após a grande crise mundial, até o momento em que se escrevem estas linhas (maio de 1960).

Nossa economia encontra-se agora numa etapa em que recuperou a estabilidade, e as exportações estão experimentando um forte aumento, sendo assim, 1937 e 1960, dois anos que podem ser comparados por corresponderem a fases semelhantes do que podemos chamar nosso ciclo econômico.

Entre 1937 e 1960 atravessamos períodos de instabilidade de uns dois anos de duração cada um, seguidos pela estabilização da taxa de câmbio a um nível mais desfavorável para nossa moeda. Durante todo esse tempo, com exceção do período compreendido entre 1945 e 1949, ou melhor, no fim de 1948, houve liberdade cambial. Portanto, *quando se manifestou um desequilíbrio persis-*

tente no balanço de pagamentos, o caminho escolhido foi de deixar que a taxa de câmbio encontrasse seu próprio nível e se estabilizasse no mesmo graças a uma revisão da política fiscal auxiliada por uma recuperação das exportações. O quadro anexo indica a evolução acompanhada, ano a ano, através dos principais índices econômicos que consideramos.

A dita evolução pode ser resumida da forma seguinte: entre 1937 e maio de 1960, o meio circulante aumentou de 162 para 4.645 milhões, ou seja, 29 vezes; as exportações subiram de 92 para 400 milhões de soles, ou seja, 4,3 vezes; o custo de vida elevou-se de 111 para 1.012, isto é, 9,1 vezes e a taxa de câmbio passou de 3,96 a 27,70 soles por dólar, ou seja, 7 vezes mais. Portanto, a relação entre o crescimento do meio circulante e o das exportações foi praticamente a mesma que a da elevação da taxa de câmbio. É importante sublinhar que o custo de vida subiu mais que a taxa de câmbio.

A causa principal do crescimento do meio circulante nesse período reside nos empréstimos ao Governo, os quais aumentaram de 45 milhões para 3.200 milhões (sem contar os 100 milhões eliminados com a desvalorização), o que dá um aumento de 3.155 milhões que representa duas têrças partes do aumento do meio circulante no mesmo período.

O aumento das exportações se deve tanto a que os preços internacionais são hoje em dia mais elevados, quanto ao crescimento de seu volume físico. Assim, considerando os principais produtos, as exportações de algodão aumentaram de 80 mil para 115 mil toneladas, as de zinco de 16 mil para 156 mil toneladas. Além disso, nos últimos anos desenvolveram-se três novas categorias muito importantes, a saber a de produtos da pesca que alcançaram um valor de 45 milhões de dólares no ano passado, a de ferro, com um valor de 19 milhões, e a de café, com um valor de 16 milhões.

Dêsses três produtos, os dois primeiros não figuravam em nossas exportações até bem pouco e o café era exportado em quantidades reduzidas.

Vale assinalar *que êsse crescimento tão acentuado das exportações foi possível graças ao fato de existir um regime cambial livre que não as tem deprimido nem asfixiado*, como aconteceu em outros países. Graças, também, a isso, o custo de vida e a taxa de câmbio pioraram muito menos que em outros países subme-

tidos a dito contrôlê. Assim, considerando os dez anos transcorridos entre 1950 e 1959 inclusive, a variação dêsses dois índices nos principais países da América Latina, foi a que se indica no quadro seguinte:

	Custo de vida		Dez.º Aumento (Vêzes)	Taxa de Câmbio livre 1950	Taxa de Câmbio (por dólar) 1959	Dez.º Aumento
	1950 (1953=100)	1959				
Argentina	51	555	10,9	14	83	5,9
Brasil	64	415	6,5	34	201	5,9
Colômbia	88	162	1,84	3,1	7,0	2,3
Chile	54	1,120	20,8	72,5	1,053	14,5
México	81	156	1,93	8,6	12,5	1,45
Peru	78	152	1,95	15,0	27,70	1,84

FONTE: «International Financial Statistics».

CONCLUSÕES

- 1) A chamada "experiência peruana" é o sistema normal adotado pelo Peru desde a crise mundial de 1931 quando se abandonou o padrão-ouro. Melhor seria chamar de "experiência" o período 1945-49, representando quatro anos de contrôlê num total de 28, onde os restantes foram de liberdade cambial.
- 2) As vicissitudes da taxa de câmbio durante êsse longo período resultaram da ação de dois fatôres, a saber: a inflação interna e a situação das exportações. Sempre que a inflação foi moderada e as exportações aumentaram (em dólares), a taxa de câmbio permaneceu estável e o custo de vida aumentou relativamente pouco (1933-37 — 1950-53); quando a inflação foi mais intensa e as exportações deixaram de crescer ou mesmo diminuíram, sobreveio uma desvalorização e o custo de vida elevou-se em maior proporção (1938-40, 1947-49, 1953-54, 1957-59). O período de 1940-45 foi anormal, porque a grande inflação interna não se refletiu sobre a taxa de câmbio por causa da guerra, que limitava a possibilidade de obter importações.

- 3) Enquanto a alta do custo de vida foi contínua, ainda que com maior intensidade em alguns períodos do que em outros, o aumento da taxa de câmbio foi descontínuo, com períodos de cerca de quatro anos de estabilidade, seguidos por um ou dois anos de desvalorização, até o retôrno a um novo equilíbrio. Nos últimos 20 anos a desvalorização interna, medida pela elevação do custo de vida, foi maior do que a externa, medida pela taxa de câmbio. Isso se deve a que a ausência de controle permitiu a expansão das exportações.
- 4) A causa fundamental da inflação interna residiu nos *deficits* orçamentários, que determinaram empréstimos do Banco Central de Reserva. Houve expansão excessiva do meio circulante, acompanhada por expansão secundária do crédito bancário. Nos últimos anos a elevação dos salários públicos e privados constituiu a principal pressão inflacionista, principalmente porque os primeiros desequilibraram o Orçamento e provocaram fortes *deficits* cobertos com emissões substanciais de papel-moeda.
- 5) A importância que têm as exportações em relação ao volume do meio circulante, aliada à falta de mecanismos compensatórios eficientes, faz com que um aumento brusco no valor das primeiras determine uma expansão exagerada do volume da circulação monetária, com efeitos perturbadores sobre a economia.
- 6) Em razão da existência das duas mencionadas causas: inflação interna e variabilidade das exportações, não é aconselhável manter uma taxa de câmbio fixa e sim uma taxa de câmbio flutuante, com intervenção do Banco Central a fim de moderar as variações puramente estacionais da entrada da moeda estrangeira, sem opor-se, contudo, a uma tendência fundamental. Quando se trata de manter uma taxa de câmbio fixa, essas causas fundamentais conduzem à adoção de controles, que tampouco podem evitar as grandes desvalorizações e são daninhos porque prejudicam as exportações.
- 7) A experiência mostra que em países de estrutura econômica pouco complexa, como é o caso da economia peruana, a teoria quantitativa da moeda funciona com bastante exatidão. A relação entre o aumento do meio circulante e o aumento das exportações (em dólares), ou melhor dito, a entrada total de divisas, está bastante próxima da proporção de aumento na taxa de câmbio.

ANO	Meio Circulan- te. (Milhões)	Exportações. Milhões de dólares	Cotação do dólar S/	Custo de Vida (1934-36) (: 100)
1933	110	48	5,31	96
1934	126	70	4,34	98
1935	125	74	4,19	99
1936	151	84	4,02	104
1937	162	92	3,96	111
1938	176	77	4,47	112
1939	196	72	5,33	110
1940	219	66	6,17	119
1941	285	76	6,50	129
1942	429	76	6,50	145
1943	534	71	6,50	158
1944	629	84	6,50	181
1945	771	104	6,50	202
1946	828	151	6,50	221
1947	996	154	6,50-12,54 (g)	286
1948	1.075	162	6,50-14,05	374
1949	1.173	155	6,50-18,19	430
1950	1.334	194	14,85-15,43	482
1951	1.561	253	15,08-15,18	530
1952	1.798	239	15,43-15,55	567
1953	2.081	222	16,85-16,94	619
1954	2.274	248	19,39-19,69	652
1955	2.408	271	19,00-19,18	683
1956	2.977	311	19,00-19,23	720
1957	3.281	330	19,00-19,07	773
1958	3.566	291	23,30-23,40	835
1959	4.725	314	27,45-27,64	941
1960	4.645	400	27,70-27,91	1.006

(g) Remessas

BANCO CENTRAL DE RESERVA BANCOS COMERCIAIS

(MILHÕES DE SOLES)

Fim de ano	Total dos Empréstimos	Empréstimos ao Governo	Meio Circulante	Empréstimos	Depósitos
1933	49	27	110	94	127
1934	62	34	126	118	163
1935	58	33	125	139	189
1936	84	46	151	175	223
1937	85	45	162	191	256
1938	109	85	176	214	290
1939	129	105	196	235	318
1940	153	130	219	268	409
1941	205	182	285	304	448
1942	289	258	429	328	611
1943	366	343	534	461	812
1944	474	449	629	586	1.000
1945	599	570	771	657	1.106
1946	690	631	828	912	1.272
1947	833	721	996	1.033	1.443
1948	852	736	1.075	1.187	1.568
1949	891	717	1.173	1.419	1.795
1950	897	660	1.334	1.754	2.305
1951	984	760	1.561	2.296	2.796
1952	1.214	908	1.798	2.937	3.446
1953	1.625	1.005	2.081	3.309	3.750
1954	1.699	1.126	2.274	3.545	4.053
1955	1.848	1.027	2.408	4.233	4.672
1956	2.109	1.393	2.977	4.837	5.558
1957	3.057	1.804	3.281	5.245	6.113
1958	3.634	2.334	3.566	5.328	6.402
1959	4.411	3.149	4.725	5.579	7.191
1960 (Abril)	4.034	3.196	4.645	6.200	7.744

VARIAÇÃO DOS ÍNDICES EM PERÍODOS CARACTERÍSTICOS

	Circulante. (Milhões de soles)	Aumento	Exportações. (Milhões de dólares)	Aumento	Taxa de câmbio (Soles por dólar)	Aumento	Custo de Vida	Aumento
1933	110		48		5,31		96	
1937	162	49%	92	92%	3,96	—25%	111	16%
1939	196		72		5,33		110	
1944	629	220%	84	17%	6,50	22%	181	65%
1948	1,075	71% 450%	162	93% 125%	14,05	116% 164%	374	106% 240%
1950	1,334		194		15,00		482	
1953	2,081	56%	222	14%	20,00	34%	619	28%
1957	3,281	58% 146%	330	48% 70%	21,65	8% 45%	773	25% 60%

NOTA: A primeira percentagem de uma linha indica o aumento sobre o ano da linha anterior; a segunda percentagem indica o aumento sobre o ano de duas linhas mais acima.

R E S U M O

1960/53 /50 /37	4,645	122% 250%— 2,800%	400	80% 106%— 335%	27,70	43% 86% 600%	1,006	63% 110% 800%
		(29 vezes)		(43 vezes)		(7 vezes)		(9 vezes)

S U M M A R Y

In this article the author examines the evolution of the Peruvian foreign exchange policy, since 1931, that is, since Peru abandoned the gold standard.

The author begins by examining the post-war tendency of foreign exchange and payments controls introduced by most of the Latin-American countries. Being in favor of a spontaneous equilibrium between the domestic and external values of the currency, he shows the disadvantages of artificially low or multiple exchange rates. Following Nurkse and Hicks, he demonstrates the failures of exchange control as a process of selection of imports related with a growing rate of capital formation.

After reviewing the Latin-American problems he analyses the so-called "Peruvian experience", emphasizing the following points:

1) The so-called "Peruvian experience" is the normal system followed by Peru since the 1931 world crisis when the policy based on the gold-standard was changed. It would be more proper to consider as "experience" the period 1945-1949, because these were four years of control in a total of 28, 24 of which were of a free exchange system.

2) During this long period, two unfavorable factors acted on the exchange rate: domestic inflation and the conditions of exports. Whenever the rate of inflation was moderate and exports were growing (in dollars), the exchange rate remained stable and there was a relatively small increase in the cost of living (1933-37/1950-53); but with the worsening of domestic inflation and the slowing down or fall of exports, a devaluation became unavoidable and the cost of living was raised by a larger proportion (1938-40, 1947-49, 1953-54, 1957-58). 1940-45 was an abnormal period, as the great domestic inflation produced by war conditions did not influence the exchange rate, due to the difficulties of obtaining imports.

3) While the increase in the cost of living was continuous — greater in some periods than in others — the rise of the exchange rate was discontinuous with periods of four years of stability followed by one or two years of devaluation, until a new equilibrium was reached. During the last 20 years, domestic devaluation, as measured by the increase in the cost of living, was larger than external devaluation as compared to the exchange

rate. This resulted from the fact that the absence of control permitted the expansion of exports.

4) The fundamental causes of domestic inflation were the budgetary deficits that determined loans from the Banco Central de Reserva. As a consequence of this, there was an excessive expansion of the supply of money followed by a secondary expansion of credit by the banking system. During the last years the rise of private and government wages and salaries was the main source of inflationary pressure, mainly because a larger government payroll produced a substantial deficit.

5) The importance of exports in relation to the volume of means of payment together with the lack of efficient compensatory mechanisms, makes a sudden increase of exports produce an excessive expansion of the volume of monetary circulation, with disturbing effects on economy.

6) As a consequence of the existence of the two mentioned causes: domestic inflation and fluctuations of exports, it would be advisable to maintain not a fixed exchange rate, but a freely fluctuating exchange rate, with the intervention of the Central Bank in order to correct seasonal fluctuations in the inflow of foreign exchange, but without counteracting any fundamental tendency with the maintenance of a fixed exchange rate, as these fundamental causes lead to the introduction of controls, that cannot avoid the great devaluations and have an adverse effect on exports.

7) Experience shows that in countries with a low degree of complexity, as is the case of Peru, the quantity theory of money works with reasonable precision. The relation between the increase in the means of payment and the increase of exports (in dollars) or the total inflow of foreign currency is fairly close to the proportion of increase of the exchange rate.