

Universidade Federal do Ceará-UFC.
Faculdade de Economia, Administração, Atuariais e Contabilidade-FEAAC.
Curso de Ciências Econômicas.
Disciplina-Monografia.

AS FUNÇÕES DA MOEDA E ALGUMAS EXPERIÊNCIAS DE
ESTABILIZAÇÃO

Carlos Mário Holanda Lima.
Matr. 9033211

Fevereiro - 1996

Universidade Federal do Ceará-UFC.
Faculdade de Economia, Administração, Atuariais e Contabilidade-FEAAC.
Curso de Ciências Econômicas.
Disciplina-Monografia.

AS FUNÇÕES DA MOEDA E ALGUMAS EXPERIÊNCIAS DE
ESTABILIZAÇÃO

Carlos Mário Holanda Lima.
Matr. 9033211

Fevereiro - 1996

Prof.: Carlos Américo Leite Moreira

Universidade Federal do Ceará-UFC
Faculdade de Economia, Administração, Atuariais e Contabilidade-FEAAC.
Curso de Ciências Econômicas.
Disciplina-Monografia.

Banca:

Carlos Américo Leite Moreira

Ana Maria de Cavalcante Fontenele

Alfredo José Pessoa de Oliveira

RESUMO.

O trabalho apresenta um pouco da história da formação da moeda, com base no pensamento de Michel Aglietta, onde apresenta a escala evolutiva do valor, suas transformações ao longo do tempo e as funções incorporadas pela moeda. Com o estudo das funções parte-se da gênese até sua destruição no processo crônico de inflação (hiperinflação), surgindo um novo padrão de troca.

O segundo e o terceiro capítulo relatam dois exemplos de estabilização monetária, a Alemanha na década de 20 e a Argentina na década de 90; economias com moedas fragilizadas que buscam um novo meio de troca como alternativa para a sociedade. A primeira através do lastro com o dólar e a segunda aplicando uma dolarização (livre conversão entre a moeda nacional e o dólar).

O trabalho é, de uma forma geral, um relato das funções da moeda e de sua importância nas relações sociais, até chegar a perda de sua legitimidade, tendo nos casos da Alemanha e da Argentina duas formas distintas de se resgatar a confiança da sociedade em seu poder de compra.

SUMÁRIO.

1-A Moeda e suas Funções.....	pág. V
1.1-As funções da Moeda.....	pág.IX
1.2-Crise Inflacionária.....	pág.XII
1.3-Hiperinflação.....	pág.XVIII
2-Experiência de Estabilização na Alemanha.....	pág.XXII
2.1-A Moeda Indexada <i>Rentenmark</i>	pág.XXIX
2.2-A Questão Fiscal.....	pág.XXX
3-Experiência de Estabilização na Argentina.....	pág.XXXV
3.1-Tentativas de Estabilização no final de 1970 e na década de 80.....	pág. XXVI
3.2-A esperança no Plano Cavallo e na <i>Dolarização</i>	pág. XLVI
3.3-Reflexão sobre a <i>Dolarização</i> na Argentina.....	pág. LIII
4-Considerações Finais.....	pág.IVI
5-Bibliografia.....	pág.LIX

INTRODUÇÃO.

Nosso trabalho constitui-se do estudo da instituição monetária, as funções da moeda na economia e a conseqüente perda destas quando caracterizado crises monetárias em processos de hiperinflação. Analisamos a busca da sociedade por um equivalente geral que lhe garanta credibilidade.

Entendemos que a moeda é uma instituição pela capacidade que tem de determinar na sociedade um objeto padrão de troca. Um pacto coletivo dos agentes que elegem um mediador único para estabelecer nas relações de mercado uma forma mais uniformizada de se quantificar valor.

Presenciamos neste século 20 uma amostra considerável de países que recorreram a mecanismos de recomposição da ordem monetária, seja de forma induzida ou forçada. A Alemanha no início do século, e hoje mais fortemente economias subdesenvolvidas da América Latina como é o caso da Argentina, cada caso com suas especificidades.

A substituição da moeda por ativos que garantam valor, no processo de hiperinflação, representa o repúdio da sociedade pela moeda em vigor. Esta perde a sua legitimidade social e a confiança dos agentes, não servindo

como referência de valor. Busca-se o dólar, em muitos casos, devido a sua forte atuação na economia mundial.

As transações comerciais começam a exigir do dólar uma participação cada vez maior, em face desta moeda incorporar as funções da moeda anterior, neste sentido começa a preencher as funções de reserva de valor, meio de pagamento e unidade de conta; a moeda fragilizada atravessa o processo inverso.

Numa outra forma, presencia-se a indexação de preços e salários à taxa de câmbio; utiliza-se a moeda nacional indexada ao câmbio-dólar, assim como papéis e títulos do governo. Expressa-se a crise da instituição monetária; ficando descaracterizada as suas funções básicas, preliminarmente a de reserva de valor para depois perder a de unidade de conta e meio de pagamento.

Para analisarmos este processo, faremos no primeiro capítulo um estudo sobre a moeda, com base no pensamento de Michel Aglietta (1990). Na obra " *A Violência da Moeda* ", o autor faz uma análise da gênese à destruição da instituição moeda, salientando que o processo inflacionário é oriundo muito mais de uma crise de soberania do que uma questão quantitativista, expressa no pensamento neoclássico.

De forma sucinta falaremos das funções básicas da moeda: reserva de valor, unidade de conta e meio de pagamento; analisando paulatinamente a perda destes valores quando confrontado com o processo de inflação crônica, tendente a hiperinflação; forçando os agentes do sistema a recorrerem a outros ativos que lhes garantam maior segurança e credibilidade.

No segundo e no terceiro capítulo, iremos descrever experiências de países que adotaram políticas de estabilização monetária. No segundo capítulo o caso da Alemanha, em 1923, com a prática do título lastreado ao dólar, *rentenmark*¹. No terceiro capítulo descreveremos o caso Argentino, de forma breve os planos de estabilização de final de 1970 até o advento do **plano Cavallo**² (1991). Este último identificado como um processo de *dolarização* programada com livre conversibilidade entre o peso argentino e o dólar. Estes dois capítulos reforçam a idéia de que mais do que instituir uma moeda estrangeira como novo equivalente geral para dirimir a crise monetária e garantir o processo de troca, é imprescindível uma reforma monetária séria e austera, assim como reformas complementares, (como fiscal, administrativa, patrimonial...) oferecendo à comunidade credibilidade com relação as novas mudanças.

¹ Moeda alemã indexada ao dólar, e por conseguinte ao ouro em face do padrão-ouro, criada em 1923 para estabilização da economia alemã.

² Plano de estabilização argentino que leva o nome do ministro da Fazenda, Domingo Cavallo.

Os dois exemplos nos servem para extrairmos pontos positivos e negativos, servindo-nos de base para futuros projetos de reforma monetária, que perpassariam por uma troca de moedas.

CAPÍTULO 1

A MOEDA E SUAS FUNÇÕES.

“ A moeda é antes de mais nada uma convenção social.

Qualquer bem ou pedaço de papel que seja aceito por todos na realização de transações, que seja reconhecido como meio de pagamento e reserva de valor, pode servir como dinheiro”
(LOPES, Francisco, *O Desafio da Hiperinflação*. Ed. Campus, 1989, p. 22).

Neste capítulo seguiremos a reflexão de Michel Aglietta para interpretação das crises monetárias. A crise monetária é oriunda de uma perda nas funções da moeda. Somente a partir de um processo de degeneração de suas funções, passando o equivalente geral a retroagir em suas formas históricas do valor, é que a economia se vê na necessidade de adotar outro mediador das trocas. Neste ponto de mudança, chega-se ao estado onde a hiperinflação nega a moeda velha e, ao mesmo tempo, constitui a gênese de uma nova.

A perda de valor da moeda não está relacionada a questão quantitativista atribuída pelos clássicos. A moeda perde o seu valor quando deixa de incorporar suas funções básicas de unidade de conta, mediador nas trocas e reserva de valor. A crise monetária é, na realidade, uma crise de

Soberania, residindo na incapacidade do Estado em definir um mediador que tenha legitimidade.

O autor faz uso do esquema de evolução do valor segundo Marx, partindo da forma simples, desdobrada, até chegar ao equivalente geral, sem, no entanto, concordar com a contradição existente entre valor de uso e valor de troca, atribuído por Marx como relativas ao trabalho.

Nossa análise está fundamentada nas funções da moeda. Serão analisadas as três funções que justificam a existência do mediador das trocas: unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor. Em outro momento, falaremos da perda das funções da moeda decorrente do processo crônico de inflação, onde a moeda não mais é reconhecida como equivalente geral em face da perda de seu poder aquisitivo; levando a sociedade a um repúdio da moeda nacional, buscando em outros ativos uma maior confiança e proteção.

O desejo humano na busca de sua satisfação no processo de troca é tida como dualista, já que a mediação do conflito por parte da moeda não pressupõe a eliminação dos sujeitos envolvidos na relação. Aglietta atribui ao desejo a relação humana fundamental..."O desejo humano é um desejo do ser porque todo indivíduo padece de uma ausência de ser. Sendo ele próprio o ser, o objeto do desejo só pode ser procurado através de outrem, que se encontra na mesma situação. Conseqüentemente, desejar o ser é imitar o desejo do

outro”(Aglietta, M, Orléan, A.1990, p.54/55). A moeda encerra uma relação ternária, onde dois agentes resolvem buscar sua satisfação relegando a um terceiro, a moeda, a solução do conflito. Diferentemente do escambo, troca primitiva, onde se dá uma relação binária, trocam-se somente mercadorias com valor de uso, valor útil para cada sujeito.

O escambo constitui a primeira relação entre mercadorias, onde os sujeitos envolvidos no processo buscam uma satisfação mútua de suas necessidades, ambos encerram um valor de uso para si. Ou seja, as mercadorias intercambiadas não são reconhecidas como valor de troca, identidade que garante sua capacidade de ser relativizada com outras num mercado. Daí a dificuldade da permanência do escambo. Era preciso que a vontade de vender de um, coincidissem com o desejo de consumir do outro, sem relegar a um mediador o conflito da troca. A quantidade a da mercadoria A = quantidade b da mercadoria B ³.

A fase preliminar de troca se esgota quando a vontade de um em vender não é reconhecida pelo outro, ou seja, a vontade de trocar sal por arroz, por exemplo, não encontra correspondente. Surge neste contexto uma cesta de mercadorias que são validadas como de aceitação mais genérica. Passam a

³ Denominada forma simples ou acidental do valor, segundo o esquema evolutivo do valor em Marx.

coexistir equivalentes de troca, em sua grande maioria produtos agropecuários, como foi o caso do sal, arroz e do boi⁴.

Na realidade havia uma fragmentação de valores equivalentes, cada um guardando uma mistura de valor de troca e valor de uso. Embora seja uma fase posterior ao do escambo, e de apresentar uma melhoria nas relações, permanece ainda uma crise nas trocas, agora mais acirrada. Não havia uma legitimação social universal destas mercadorias, podendo a qualquer momento serem rejeitadas. Agora uma quantidade b de B = quantidade c de C = quantidade d de D⁵.

Na terceira forma de expressão do valor, a unicidade do equivalente geral provoca a coerência das avaliações de todas as mercadorias. Atribui-se a um determinado bem ou "coisa" o fato de possuir somente o valor de troca, sendo ao mesmo tempo rejeitado e cobiçado. Primeiro por não apresentar valor intrínseco de uso e não satisfazer a vontade pessoal; num segundo momento é cobiçado por que é através dele que se chega na materialização da troca.

Surge neste momento a moeda, ou forma dinheiro, um mediador universal, com o papel de relativizar as mercadorias entre si. "A moeda é uma forma da unidade e da homogeneidade, que não é o caos indiferenciado.

⁴ Até mesmo conchas foram utilizadas como moeda, como foi o legado dos índios na época da colonização da Nova Inglaterra, tornando-se moeda legal em Massachusetts em 1641, perdurando aproximadamente por duas gerações (GALBRAITH, John Kenneth, 1977, p.52)

⁵ No esquema de Marx é conhecida como forma do valor desdobrado.

Representa a sociedade, enquanto força única, em oposição a todos os proprietários privados “.(Aglietta, M, Oorléan, A. 1990, p.64).

O processo que dá origem à moeda torna-se uma realidade totalmente distante da propriedade privada. Ela não pode simplesmente ser comprada ou vendida. A moeda não apresenta um valor, mas um meio para a aquisição de valores. A partir de sua fundação iremos estudar o comportamento de suas funções, incorporadas para acompanhar as vicissitudes das trocas ao longo da história, buscando as relações humanas de troca uma maximização de seus desejos. Estudaremos agora as funções da moeda.

1.1 Funções da Moeda.

A função a ser analisada inicialmente é a de *unidade de conta*. Primeira expressão da forma dinheiro, onde a moeda vem unificar a forma de valorização dos bens relativizados. O sujeito não mais precisa justificar ao outro o valor contido em sua mercadoria. A *moedagem* permite que os diversas mercadorias sejam medidas por unidades de conta, uma padronização do valor. A existência de uma unidade de conta permite a cada sujeito apresentar-se a sociedade ou ao mercado, com uma mercadoria expressa num padrão de contagem, assumindo a forma de um preço. A unidade monetária pode ser utilizada simplesmente para fins de registro contábil, sem a necessidade de

transação física de moeda. É o que ocorre, por exemplo, num processo de acerto de contas entre duas empresas, quando há a compensação de créditos com débitos.

A função de *meio de circulação* identifica a moeda o papel de agente mediador das trocas. " $M \Rightarrow D \Rightarrow M$ " (mercadoria-dinheiro-mercadoria), denominada metamorfose da mercadoria, na expressão marxiana. Apresenta-se como um acelerador do fluxo das trocas, assumindo o papel duplo de possibilitar a venda, e ao mesmo tempo a compra. Incorpora somente valor de troca e proporciona a realização de valores de uso, o primeiro valor é efêmero e desprovido de subjetivismo.

Como meio de circulação identifica praticamente a sua essencialidade de moeda, a de servir como um equivalente geral legitimado pela sociedade. Esta idéia de fluxo veio suscitar o surgimento da terceira função da moeda, reserva de valor, quando dos fluxos da troca observou-se a existência de saldos residuais, uma espécie de "sobra", tendo que esta unidade de conta residual garantir um poder de compra futuro.

Creditou-se à moeda a capacidade de preservar seu valor através do tempo. Nem todo o momento faz-se necessário que haja a compra somente por que possui-se uma certa quantidade de moeda. Esta é a principal função

para se aferir a saúde financeira de uma nação, pois como reserva de valor⁶, deve garantir a mesma relação entre quantidade de moeda e mercadoria para o futuro.

A certeza deste poder de compra abre espaço para que a moeda não somente seja interpretada como um mediador dos fluxos de troca. A prática do *entesouramento*, a acumulação de moeda por tempo indeterminado, interrompe um certo volume dos fluxos, pois quantidades de moeda estão estocadas.

Quando há a desconfiança quanto a preservação de seu poder de compra, a aceleração da circulação diminui a perspectiva de futuro, trabalha-se com o curto prazo. E a busca de outros equivalentes enfraquece a soberania monetária. A importância de se preservar o poder de compra da moeda reside no fato de se possibilitar aos agentes uma ação planejada para o futuro. Estimula os investimentos, arma um horizonte prospectivo de negócios.

A crise monetária contrai o horizonte prospectivo. Busca-se desfazer-se instantaneamente da forma dinheiro, na ânsia de proteger os

⁶ Há controvérsias com relação a moeda poder preservar valor no tempo, quando se diz que estimula os investimentos. Por um lado dá segurança com relação as negociações futuras; por outro lado em Keynes (*Teoria Geral do Juros e da Moeda*), por exemplo, a capacidade de estimular os investimentos depende das taxas de juros e da expectativa do comportamento futuro da economia, a incerteza ou as altas taxas de juros podem desestimular os investimentos *ad hoc*, preferindo os agentes investimentos de maior liquidez.

patrimônios com ativos mais seguros e rentáveis. A inflação será objeto de estudo na próxima seção.

1.2 Crise Inflacionária.

É um fenômeno monetário, que consiste num aumento contínuo e generalizado dos preços. Os agentes tendem a se apropriar de uma parte maior da renda nacional, pois todos estão buscando maximizar ganhos em face da corrosão inflacionária, protegem-se com a compra de ativos reais ou com aplicações financeiras remuneráveis. O conflito, pela perda do poder aquisitivo da moeda, resulta numa corrida maior em direção à acumulação. Este enfraquecimento significa a destruição da atribuição de valor social da produção destinado à moeda. Neste momento todos buscam outras riquezas como forma de expressão de valor, perdendo, a moeda nacional, credibilidade e legitimidade, em virtude da coexistência de outras formas de mediação das trocas. O enfraquecimento da moeda libera o desejo de riqueza nos agentes, em face da incerteza que envolve toda a economia. A legitimidade da moeda fica fragilizada. O grande desafio da sociedade e do Estado consiste em atribuir uma nova ordem social. Um ativo social imperativo, que revele em si a riqueza da nação.

A crise inflacionária se dá justamente, em sua grande maioria, quando a ação do Estado, monetizando os saldos deficitários, não consegue

articular uma reversão do aumento contínuo e generalizado dos preços. A moeda vai perdendo a referência como balizador das trocas. A capacidade do poder de compra vai se esvaindo com o tempo. O recurso sistemático, a emissão monetária, é uma prática para manter a soberania em vigor. Não significa somente a questão de um aumento contínuo e generalizado nos preços; a questão reside na incapacidade do agente soberano, que é o Estado, em conter esta pressão sobre os preços, e em fixar um horizonte promissor.

A raiz do problema, em sua grande maioria, está numa frágil situação financeira do Estado, sendo o maior responsável pela monetização de seus déficits. A inflação provoca uma destruição progressiva das funções da moeda, primeiramente a de reserva de valor, meio de pagamento e numa etapa mais avançada a de unidade de conta.

Os preços não mais apresentam a padronização de contagem como até então. observa-se um conflito generalizado, onde os agentes buscam, de várias maneiras, preservar seus patrimônios. Recorrem a índices de medição dos preços, passando a função de unidade de conta a ser corrigida por esta indexação⁷. As flutuações dos preços relativos não mais são absorvidas pelo sistema econômico, fogem dos aumentos tidos como normais, ocasionados por desequilíbrios sazonais. A busca de enquadrar o preço com a correção de um índice, desloca a função de unidade de conta para um segundo plano,

⁷ Mecanismo de política econômica pelo qual as obrigações monetárias têm seus valores em dinheiro corrigidos com base em índices oficiais do governo.

relegando a permanência desta a existência da indexação. “ A crise da função unidade de conta pode perfeitamente se estabilizar nessa fase de inflação rastejante” (Aglietta, M, Orléan, A.1990, p.141). Situação em que os agentes buscam a cada instante alimentar a espiral de preços. A insegurança com relação ao valor da moeda leva-os a aplicar uma correção em suas riquezas. Passando a ser vital a divulgação do índice de preços, regulando as trocas.

A inflação torna-se inercial, ou seja, um aumento contínuo dos preços sem parar, alimentada pelo índice de correção do período anterior. Esta inércia na economia tem um forte peso psicológico. O aumento nos preços se dá, em grande parte, porque todos estão projetando para o futuro a inflação presente, que teve como base a passada, e não por haver uma necessidade intrínseca de valorização do bem que sofreu algum tipo de depreciação.

Numa etapa mais adiantada da crise, a superemissão de moeda passa a ser vista como a causadora de todos os males. Os agentes econômicos ficam inseguros, pois a moeda de hoje não mais lhe garante um poder de compra no futuro. A capacidade da moeda em representar riqueza entra em degeneração. Essa nova fase da crise inflacionária provoca a destruição da capacidade da moeda em exercer a função de reserva de valor. A economia retorna a forma do valor desdobrado (segunda etapa da escala evolutiva do valor), onde há o compartilhamento de várias mercadorias moedas, a existência de equivalentes parciais. Por não mais representar

reserva de valor, os agentes elegem várias “moedas”. A moeda começa a perder suas funções na ordem inversa da escala evolutiva do valor:

gênese: forma simples \Rightarrow forma desdobrada \Rightarrow equivalente geral

degeneração: equivalente geral \Rightarrow forma desdobrada \Rightarrow forma simples

A moeda, apaziguadora das trocas, assume a forma heterogênea de equivalentes gerais. Assim como a indexação ainda garante a existência da função de unidade de conta; a referência do valor com base em certas mercadorias preserva ainda a existência da moeda, e evita uma especulação excessiva associada a adoção de outras moedas ou ativos reais. Inibindo uma fuga generalizada diante da moeda.

Surge a especulação pelo desconhecimento dos agentes sobre as condições futuras de valorização, gerando naturalmente uma expectativa, uma aposta, diante do futuro incerto. Vê-se que a existência da especulação aniquila a estabilidade transitória da moeda, alcançada com a presença de certos equivalentes gerais. O centro desta especulação reside na busca de um bem que encerra em si riqueza, ou seja, que proporcione valor de uso, independente de uma relação de troca. Um bem que estivesse protegido dos efeitos corrosivos da inflação.

O objeto idealizado e cobiçado pode ser tanto um ativo real como uma divisa, um meio pelo qual os agentes privados conseguem consolidar sua autonomia face às regras centrais, institucionalizados pelo Estado. Em geral, o objeto especulado tende a assumir a forma de uma divisa estrangeira, porque as relações mercantis se dariam de forma mais tranqüila, tanto para se firmar taxas de câmbio como para ainda manter as estruturas institucionalizadas pelo Estado. Sendo uma economia com pouco intercâmbio internacional, a especulação encontraria resposta em ações de empresas ou em ativos reais, *commodities* representativas. Principalmente como o que ocorreu na Alemanha, na década de 20, onde cada região começou a adotar sua própria moeda, em sua grande maioria bens agrícolas.

Começa a germinar a necessidade da eleição de uma nova moeda. As mercadorias ou objetos especulados apresentam um valor duplo de unidade de conta e de reserva de valor. Presencia-se uma ação dos agentes privados em detrimento da ação delimitadora e coercitiva do Estado. A “moeda” criada pelos agentes privados passa a requerer da sociedade a determinação de um novo agente mediador hegemônico nas trocas.

Nessa fase crônica da crise, presença da hiperinflação, a moeda corrente é totalmente destruída. A única função que ainda desempenhava, a de meio de circulação, não mais existe. A polarização, ou melhor dizendo, a eleição sobre o novo objeto moeda, significa a recusa direta feita pelos agentes

econômicos em aceitar a moeda corrente nas trocas. Presencia-se ao retorno da forma primeira do valor, onde todos os agentes encontram-se numa relação de absoluta simetria.

A convergência para a aceitação de um objeto como "moeda" é, ao mesmo tempo, a rejeição do velho padrão e a fase preliminar para a eleição de um novo. Urge que, nesse momento, o objeto escolhido assuma uma ação suplementar para se tornar moeda: seja expulso das atividades especulativas e venha a incorporar somente valor de troca, absorvendo a ambivalência de ser cobiçado e rejeitado ao mesmo tempo.

Neste estágio a moeda está num contexto de hiperinflação. As pessoas não procuram reter dinheiro, em virtude da rapidez da desvalorização do poder de compra da moeda. Os agentes perdem a credibilidade na moeda e procuram gastá-la o mais rápido possível. Isso provoca um aumento na velocidade de circulação da moeda e um aumento ainda maior nos preços.

A ordem monetária entra em degeneração. A multiplicação de vários representantes monetários é uma fuga da sociedade e não representa um caminho corretivo definitivo. E não encontra explicação somente no aspecto quantitativo da moeda, embora alguns teóricos defendam essa tese. A questão é saber em que condições a moeda central, instituída pelo Estado, volta a ocupar sua hegemonia nas relações comerciais.

A economia pode tornar-se dolarizada, passando o dólar a incorporar todas as funções da moeda nacional. A eleição do dólar deve-se ao fato de ser uma moeda internacional nas relações comerciais de todo o mundo.

1.3 Hiperinflação.

Episódios de instabilidade monetária foram muito presentes nos anos 20 (Áustria, Alemanha, Hungria, Polônia e Rússia) e nos anos 40 (Hungria, Grécia, China Continental e Taiwan); apresentando cada nação formas específicas para a solução da instabilidade, com forte caráter de austeridade nas contas públicas assim como reformas fiscais-monetárias.

Podemos detectar que o episódio de instabilidade monetária decorre, na maioria dos casos, de um esgotamento do padrão de financiamento da economia e de crise fiscal subjacente a este processo. Evidenciando um pesado ônus da dívida externa (com taxas de juros escorchantes) sobre a economia, revelada pela crescente dívida interna, com perfil de reescalonamento de curtíssimo prazo. Este fato direciona os governos para atuarem como agentes perdulários, levando-os a emitir moeda, seja de forma secundária, lançando títulos indexados no mercado, ou de forma primária, emitindo moeda.

Esse desequilíbrio fiscal desencadeia um processo crônico de inflação, problema que impulsiona a sociedade a cobrar do governo ações de combate, que possam debelar por vez com esta destruição da moeda, o que passa por uma revisão dos gastos do governo e do perfil de curto prazo da dívida interna.

O governo aplica uma visão e um comportamento de curto prazo, e a uma emissão descontrolada, forçando-o a uma administração emergencial onde prioriza as questões monetárias em detrimento das fiscais.

A hiperinflação surge, em geral, num contexto de orçamento público elevado, sendo um aspecto generalizado em todos os casos históricos de hiperinflação e combinados a este, surgem situações como desordem civil, governos fracos...Em outros momentos associados com economias destroçadas pela guerra, tanto no aspecto físico como pelo elevado ônus que lhe tributavam as nações vitoriosas do conflito. O certo é que estas características surgiram e surgem com muita frequência, tornando-se necessárias para explicar certos comportamentos, porém não são suficientes para dar uma resposta de causalidade para os fenômenos de instabilidade monetária.

Em alguns casos como a Grécia (1943/45), a Hungria II (1945/46), Polônia (1923) e Rússia (1921/24), a hiperinflação ocorreu em territórios cujo

efeito da guerra causou grande destruição, tanto ao nível físico como social, de tal forma que estes fatores contribuíram para a instabilidade econômica porém não foram os únicos responsáveis. A causa da hiperinflação advém principalmente pela perda do controle dos instrumentos de gestão monetária, associados a desdobramentos políticos e econômicos desconexos.

Embora cada país apresente sua especificidade própria, com relação a medidas de aniquilamento do processo de hiperinflação, o que se observa, é que algumas medidas são consideradas fundamentais para a estabilização, como:

Criação de um Banco Central independente, com fins a ter sua própria autonomia, negando-se a emprestar para o tesouro e não ficando a descoberto. Desvinculando o Banco Central do Governo, oferecendo maior liberdade para a administração do crédito e da liquidez.

Reformas fiscais de impacto e restritivas, com o aumento dos impostos e a contenção dos gastos do governo com vistas ao equilíbrio orçamentário.

Mudança de comportamento do governo indicando sua vontade política de não mais usufruir do regime inflacionário e provar que propõe uma alternativa para equilibrar o déficit público. Provocaria um efeito dominó nos

agentes, forçando-os a apresentar um perfil afastado da espiral inflacionária. Suavizando o custo de transição para o novo processo de estabilização.

Comenta Álvaro Zini: "A hipótese de Sargent (1982) de que uma mudança crível do regime monetário-fiscal consegue estancar as hiperinflações de forma rápida e sem custos altos de transição tem provocado um intenso debate ..." (Júnior, A. 1993, p.147). A ideia de mudança sugere uma ruptura de impacto, haja vista detectarmos que nenhuma situação de hiperinflação conseguiu ser debelada com práticas gradualistas. Basta que essa nova conjuntura de impacto seja factível e que fique além das promessas de reformas anunciadas por equipes do governo. Deverá o governo ter um perfil novo de conduta, não recorrendo mais a emissão de moeda, pois geraria inflação e perda no poder de compra da moeda.

A conquista da estabilidade em meio a um conturbado quadro de hiperinflação, seja no período de guerra ou não, é condição chave para a busca do desenvolvimento. Veremos nos próximos capítulos dois casos de estabilização com a substituição da moeda nacional pelo dólar.

CAPÍTULO 2

EXPERIÊNCIA DE ESTABILIZAÇÃO NA ALEMANHA.

“As lojas vendiam todo o seu estoque (..). Os alemães, bastante agitados com a queda do marco, compravam o que podiam a qualquer preço, simplesmente para trocar seu dinheiro por valores materiais (...). As indústrias metalúrgicas estavam trabalhando a todo o vapor (...). Mesmo a indústria automobilísticas teve um pique de prosperidade (...). A indústria química se beneficiava com a prosperidade das indústrias têxteis (...). Os agricultores alemães continuavam a comprar máquina (...)”

*“(...) A Alemanha saiu do período da inflação com uma quantidade maior de bens de produção do que os existentes quando a inflação começou”. (TURRONI, Bresciani, **Economia da Inflação: o fenômeno da hiperinflação alemã nos anos 20.** Expressão e Cultura, 1989, p.101/104).*

Na Alemanha observou-se um dos maiores desequilíbrios de preços e de descontrole das autoridades monetárias no que tange a emissão de moeda e ao déficit público, agravando-se após a derrocada da primeira guerra mundial onde recaiu sobre a economia alemã pesados tributos de reparações às nações atingidas pela guerra, como a França, Bélgica e Polônia. Após a assinatura do acordo-Tratado de Versalhes. “ Entre meados de 1919 e fevereiro de 1920, os preços tiveram uma alta de 600%”. (Júnior, A.1993, p.152).

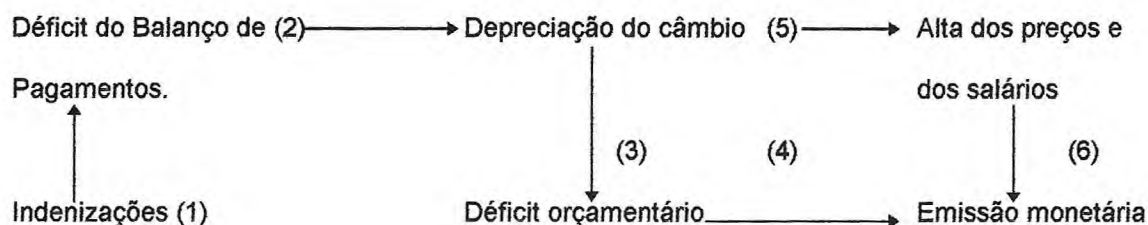
Os agentes acreditavam que a economia voltaria novamente ao padrão-ouro de outrora, restaurando as perdas apresentadas neste período, deflacionando-se os preços. Ainda em 1919 o governo alemão fez um esforço para aumentar a arrecadação tributária, conseguindo arrefecer o déficit público em cerca de 12% reais. Entretanto a avaliação de que a Alemanha havia se submetido a uma situação ultrajante e humilhante com relação as reparações de guerra, e a idéia de que o governo não lograria êxito com o aumento da receita tributária, gerou uma desconfiança no sistema, provocando uma forte pressão para a desvalorização do câmbio. A situação foi aliviada pelo ingresso de capitais externos, oriundos da Inglaterra e Estados Unidos, interessados em adquirir bônus de empresas e do governo, assim como marcos, estavam crentes no sucesso de recuperação da economia alemã .

O desafio para a economia alemã era o pagamento das reparações de guerra. Principalmente pelo pesado tributo do Tratado de Versalhes, uma vez que não determinou o valor total a ser ressarcido nem o prazo final de encerramento. Mesmo assim, a Alemanha ganhava fôlego com o ingresso de recursos externos e começou a honrar este compromisso. Os recursos externos eram mais eficientes do que as arrecadações do fisco, constatava-se que o aumento da carga tributária na Alemanha provocava grande evasão fiscal. De tal sorte, que após o escasseamento desta fonte, viu-se na condição de aplicar uma moratória, forçando as nações vitoriosas do conflito, uma revisão do valor

das reparações impostas. A moratória da Alemanha levou a França a ocupar o território alemão de Runhr em 1923.

O governo alemão resolveu responder a esta invasão conclamando os trabalhadores do local a não trabalharem para a França, garantindo o pagamento destas empresas com a emissão de moeda. Este foi o fator inicial para a deflagração da crise de hiperinflação aberta (...).

A primeira fase da hiperinflação alemã vai de 1920 a 1922, o governo pratica uma desvalorização do câmbio, na tentativa de atrair capitais externos e ao mesmo tempo estimular as exportações e a geração de superávit na balança comercial. O raciocínio econômico que justificava o processo inflacionário tinha como explicação o déficit público, em face do pagamento compulsório das reparações, o déficit público é que seria a causa primeira da inflação, impulsionado pelo ônus das indenizações⁸. Este provocaria uma emissão monetária, que por sua vez forçaria a uma depreciação do câmbio e por último a um aumento nos preços e salários. Vejamos o diagrama abaixo:



⁸ Tese que ficou conhecida como a Teoria do Balanço de Pagamentos; onde seria o déficit público que ocasionaria a inflação e não a emissão de moeda, que passa a ser uma consequência. A moeda seria passiva.

A primeira fase da hiperinflação provocou um aumento na produção neste período e conseqüentemente no nível de atividade da economia. A tabela abaixo mostra o índice de produção da época que ficou praticamente crescente até 1922:

Tabela 01
Índice de Produção na Alemanha
(base 100 em 1913)

Ano	Índice
1914	82
1915	74
1916	69
1917	67
1918	66
1919	55
1920	66
1921	73
1922	80
1923	61

Fonte: AGLIETTA, Michel, ORLÉAN, André, 1990, p.258.

Tal crescimento da atividade econômica na Alemanha, de 1914 a 1922, foi impulsionado pelo aumento nas exportações e dos investimentos, em virtude de uma diminuição das taxas reais de juros, que na realidade estavam negativas.

A função de reserva de valor entra em crise. O marco alemão já não consegue manter-se estável. O aumento do consumo e da atividade econômica

reflete justamente esta busca da sociedade por ativos que lhe garantam maior segurança, os agentes desejavam buscar valores de uso, mercadorias que pudessem representar valores intrínsecos e não valores institucionalizados. Inicia-se a crise na moeda marco, que representava um mediador único e hegemônico, onde o Estado alemão tinha a capacidade de fazer imperar uma ordem monetária. Com o advento da hiperinflação, e por conseguinte a desvalorização crescente da moeda, o marco passa a não mais ser uma moeda confiável, principalmente o de garantir um horizonte futuro seguro com relação a seu poder aquisitivo. Aumenta a incerteza com relação as trocas futuras, liberando nos agentes a busca por ativos líquidos, "(...) a inflação monetária havia provocado uma vasta imobilização de capital na unidade de produção fixa e em certos materiais básicos ou subsidiários")⁹.

O governo também ficou prejudicado com a desvalorização do câmbio. O reflexo da política de depreciação cambial resvala num aumento dos preços e conseqüentemente uma perda de receita tributária, em face da influência negativa da inflação, o chamado efeito Tanzi¹⁰. Não havia uma correção da receita tributária, uma espécie de indexação, fazendo com que a inflação corroe-se cada vez mais a receita tributária. A falta de uma estrutura

⁹ TURRONI apud Bello, Terezinha da Silva, Gazzana, João Emílio. Reflexões sobre Dolarização, **REVISTA de Análise Conjuntural**, São Paulo, segundo trimestre, 1991.

¹⁰ Relação entre a arrecadação tributária e as taxas de inflação. Como existe uma defasagem entre o fator gerador de um tributo e a sua efetiva arrecadação, quanto maior for a inflação, menor será a arrecadação real do governo provocada pela desvalorização de sua receita.

de indexação na economia alemã impulsionou a fuga muito mais rápida para outros capitais.

Não podendo mais o Estado garantir credibilidade ao marco, que já não mais representava a função de reserva de valor, e servindo basicamente como moeda “contábil”, concede aos agentes, mais precisamente as regiões da grande Alemanha, o poder de instituir suas próprias moedas, as chamadas moedas de “valor-constante”, ligadas geralmente a produtos agrícolas e/ou *commodities* representativas de cada região. “Seguiram-se muitas emissões similares: muitos outros empréstimos baseados nas mais diversas *commodities* (trigo, potássio, linhita, açúcar, cevada e até mesmo quilowatts) foram emitidos “ (Franco, G. 1995, p.107).

Caracterizou-se então um quadro crítico de instabilidade, com as “moedas” de valor constante ocupando mais espaço dentro das regiões da Alemanha. Parte-se para uma diferenciação de moedas. Cada região com sua moeda de valor constante significa que o marco perdeu por completo sua hegemonia. A regressão da moeda em suas fases do valor chega a forma do valor desdobrado, onde os agentes trabalham com vários equivalentes parciais, todos com o caráter dúbio de incorporar valor de uso e valor de troca. Principalmente por estarem vinculados a *commodities* da economia alemã, revelando a necessidade de se incorporar um valor útil como segurança diante da incerteza de uma ordem monetária definitiva. A especulação é um

componente importante na definição destes equivalentes parciais, e, ao mesmo tempo, um destruidor do marco. O marco alemão vai perdendo as suas funções de meio de pagamento e unidade de conta, não mais incorporava a função de meio de circulação, destinados agora às “moedas” de valor constante. O fluxo das trocas fica atingindo, não significando dizer que ficou impossibilitado, os agentes partiram para uma diferenciação de equivalentes parciais, cuja ausência de uma ordem monetária deixa o mercado sem uma legalização definitiva. Cada região começa a criar sua própria ordem monetária. O que antes parecia ser puramente uma crise da moeda revela-se numa crise de Soberania monetária e de regulação da sociedade, crise nas funções de regulação da moeda.

O governo lançou mão de mecanismos de monetização do déficit, como o desconto de bônus do Tesouro pelo Banco Central, o que só fez aumentar o clima de desconfiança com relação a capacidade do Estado em reverter a pressão sobre a desvalorização do câmbio. A especulação começa a ganhar mais espaço e encontra ressonância na valorização da divisa dólar. O Estado vai perdendo aos poucos sua capacidade de manter um equivalente central para as relações de mercado.

Num primeiro momento foi o déficit público o responsável pela monetização da dívida, num segundo momento a depreciação do marco vai ocupando mais significância, provocando uma inversão na causalidade do

processo inflacionário, principalmente pela continuidade das emissões monetárias após a moratória das reparações de guerra. Há uma subordinação da emissão de moeda à desvalorização cambial: “A causalidade câmbio → preço aparece aí nitidamente, e muito mais pertinente do que a implicação moeda → preço, tão cara aos quantitativistas¹¹” (Aglietta, M, Orléan, A.1990, p.263). Neste contexto, o clima de desconfiança diante do futuro da moeda e da economia aumenta a busca pelo dólar, e conseqüentemente o valor de sua cotação.

2.1 A moeda indexada *Rentenmark*.

Fazia-se necessário a instituição de uma nova moeda central, com a capacidade de resgatar novamente as suas funções. O governo alemão resolveu instituir um novo banco emissor, o *Reichsbank*¹², com subscrição compulsória em marcos papel, imposta a elementos importantes da sociedade, incluindo grandes grupos econômicos da agricultura, comércio, setor financeiro e indústria, com o objetivo de identificar credibilidade as novas mudanças. O principal objetivo desta instituição seria emitir títulos hipotecários indexados ao preço do centeio, o chamado *rentenbriefe*¹³. Seriam emitidas notas de menor valor denominadas de *roggenmarks*¹⁴, 100% conversíveis nos *rentenbriefes*.

¹¹ Corrente de economistas que acreditavam ser a moeda um agente ativo, ou seja, moeda é que causa aumento de preços, pensamento monetarista e neoclássico

¹² Nome dado ao Banco Central Alemão.

¹³ Títulos hipotecários emitidos pelo Reichsbank, indexados ao preço do centeio.

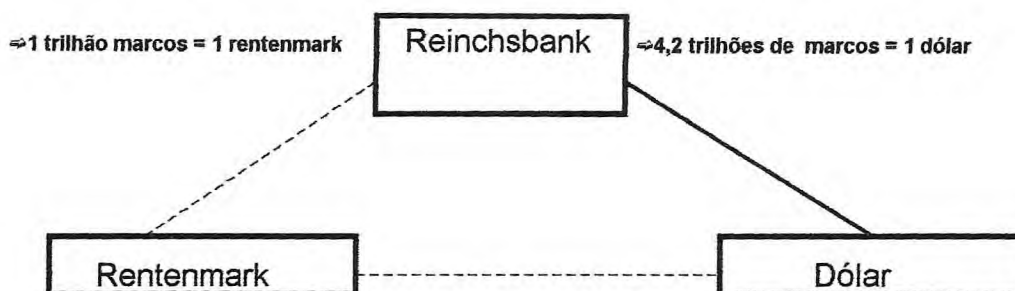
¹⁴ Unidades menores dos *rentenbriefes*.

Esta nova moeda traz duas grandes vantagens: a primeira seria sua credibilidade, creditada aos capitais privados que compunham o patrimônio do banco, diminuindo a especulação e a busca fragmentada em outros ativos de valor. Um outro ponto está em sua capacidade de ser indexada, havendo uma correção automática das perdas pela corrosão inflacionária. Duas características que não provocariam uma evasão para outros ativos.

O projeto final do plano culminou com uma emenda com relação ao indexador. Ao invés de se usar o centeio optou-se pelo ouro, ou seja, pelo dólar, por existir o padrão-ouro. Como a nova moeda não mais seria totalmente conversível ao centeio, optou-se por atrelar ao ouro por ter mais valor e carrear maior segurança. A partir de então os *rentenbriefes* passaram a se chamar de *rentenmarks*, em 15 de novembro de 1923. No início houve uma grande demanda pela nova moeda: "O público parecia estar consciente que o *rentenmark* tinha uma paridade fixa com o dólar, a exemplo de outras moedas de "valor-constante" em circulação, e entusiasticamente aceitou-o como tal" (Franco, G. 1995, p.119).

O papel do *rentenmark* foi sua capacidade de poder manter o câmbio fixo, interpretado como o agente causador do processo inflacionário, garantindo assim o fim repentino da hiperinflação. A taxa de câmbio entre o marco e o *rentenmark* ficou fixada em 1 trilhão de marcos, significando que a

taxa de câmbio entre o marco e o dólar também estava fixada, como mostra o diagrama abaixo:



Com a taxa de câmbio estabilizada, o banco conseguiu agir duplamente, trocando marcos por *rentenmarks* e aplicando as reservas internacionais, intervia no mercado de câmbio, garantindo o câmbio de 4,2 trilhões de marcos por dólar. A estabilização basicamente foi alcançada por intermédio da fixação da taxa de câmbio no contexto de uma economia dolarizada. O elemento decisivo e peculiar do caso alemão foi a experiência do *rentenmark*.

2.2 A Questão Fiscal.

A estabilização da moeda fora alcançada de forma até rápida, porém restava o problema do pagamento das reparações. A questão fiscal ainda não

estava concluída, sendo graças ao Plano Dawes¹⁵ o feito de sanar este problema. A solução apresentada para debelar este hiato fiscal, comportava as seguintes prerrogativas:

Receitas específicas foram designadas para o pagamento das reparações, com pagamentos destinados a um comitê de reparações, sendo responsável pela transferência ao exterior em espécie ou em divisas, fazendo uso de quatro fontes:

-Juros e amortização de debêntures preferenciais emitidas contra as Estradas de Ferro alemãs.

-Juros e amortizações de debêntures emitidas contra o capital das indústrias alemãs.

-Tributação sobre os transportes.

¹⁵ O plano leva o nome do presidente da Comissão Internacional criada ainda em 1923 para ajudar o governo alemão a encontrar uma solução para seus problemas, Charles Dawes. A comissão tinha duas atribuições: primeiro estudar as condições que permitiriam estabilizar o marco, segundo estabelecer se a Alemanha tinha condições de pagar as reparações do pós-guerra.

-Verbas do orçamento federal, como as receitas oriundas das tarifas alfandegárias, do monopólio do álcool e dos impostos sobre o fumo, cerveja e açúcar.

O sucesso do Plano Dawes deveu-se a sua capacidade de angariar recursos externos, proveniente principalmente dos Estados Unidos, onde os investidores apostavam na recuperação da economia alemã. Este estímulo de recursos de poupanças externas propiciou uma expansão doméstica da Alemanha, voltando a alimentar o ciclo estimulante ao capital estrangeiro. Dotando a Alemanha de condições para o pagamento das reparações de guerra, entre 1924-31, tomou emprestado cerca de 25 bilhões de marcos no exterior, principalmente dos Estados Unidos. Em 1931, com a quebra dos pagamentos internacionais, que começara em Londres em 1930 e se propagou como uma das maiores crises de liquidez mundial, a Alemanha repudiou a dívida acumulada. O plano de fato foi muito exitoso, onde propiciou uma expansão do mercado interno alemão e por incorporar um conceito antigo do receituário clássico, o de fundar uma dívida¹⁶.

O *rentenmark* foi na realidade o grande feito da reforma monetária. Preliminarmente foi vinculado a garantias reais, *commodities* da economia

¹⁶ Fundar uma dívida significa elastecer os prazos de um endividamento flutuante, revertendo-o de curto para longo prazo, oferecendo em contrapartida maiores garantias de pagamento. O objetivo é aliviar as finanças públicas evitando o repúdio do débito.

alemã, os *rentenbriefes*, sendo depois estipulado seu lastro com o ouro. O grande feito desta nova moeda está no impacto psicológico que provocou no povo alemão, pois tinha a credibilidade em face de sua relação fixa com o dólar (ou ouro, pois havia o padrão-ouro) e de emissão limitada, mesmo não sendo conversível. Além de dar esta rigidez à gestão monetária da época, teve o grande papel de unificar as diversas moedas que coexistiam no interior da Alemanha, as chamadas moedas de "valor constante", todas com lastro em *commodities*. A nova moeda foi a principal protagonista do sucesso de estabilização na Alemanha. Conseguindo restaurar as funções de um equivalente geral hegemônico.

CAPÍTULO 3

EXPERIÊNCIA DE ESTABILIZAÇÃO NA ARGENTINA.

“O que está sendo discutido sob a denominação de dolarização é a sobrevivência de moedas nacionais em face do desafio competitivo suscitado por outras moedas “superiores” como o dólar”.(PABLO, E. Guidotti, CARLOS, A. Rodriguez Apud Júnior, Paulo Nogueira Batista, Dolarização, Âncora cambial e Reservas Internacionais, REP.Revista de Economia Política, São Paulo, Ed. Nobel, n. 51, julho a setembro, 1993).

A Argentina continua a apresentar planos de estabilização tão inovadores, quanto os apresentados pelo Brasil nos anos 80. Esperamos sempre alguma atitude similar entre os governos, como ocorrido no Brasil com os planos de estabilização Cruzado e Real, que guardam pontos muito próximos dos planos Austral e Cavallo da Argentina.

A evolução da inflação na Argentina deve-se a várias questões. Primeiramente apresenta um Banco Central atrelado ao Tesouro, com uma forte ação comodista, não podendo se desvencilhar dos apelos de endividamento do Estado. A ausência de um banco independente dificulta o controle dos gastos e da emissão de moeda. Outro ponto está no comportamento do orçamento público, onde certos itens de despesa pública

são isentas de análise do congresso ou do público em geral. Ocasionalmente descontrolando o déficit público, não dimensionando bem as receitas com despesas.

A dívida externa e o conflito distributivo, são também dois outros fatores que se agregam as causas da inflação Argentina. Sem falarmos nos planos e pacotes econômicos mal administrados, como foi o plano no período peronista, com a demora no congelamento de preços e salários, desembocando num descompasso nos preços relativos.

3.1 Tentativas de Estabilização no final de 1970 e na década de 80.

A busca pela estabilização da economia também é uma constante nesse país, tanto é fato que os planos remontam desde a década de 70, ainda no governo peronista, onde criou-se uma estrutura parecida com o plano Cruzado, com a prática de congelamento de preços e salários. O congelamento de preços teve uma longevidade acima das expectativas (mais de 2 anos), contribuindo para o malogro do plano, em virtude das pressões para realinhamento dos preços relativos, tais como salários, tarifas públicas e taxas de câmbio.

Logo em seguida, no início da década de 80, tivemos o golpe militar. Promovia uma reforma financeira de cunho liberal, que dentre outras

ações, ensejou: desvalorização cambial com um liberalismo de mercado, prejudicando a indústria nacional com a concorrência dos produtos importados. A dívida externa, após estas medidas, pulou de US\$12,5 bilhões em 1978 para US\$43,6 bilhões em 1982 (Franco, G. 1995, p. 237). Ambas as propostas implicaram em grande ônus para a economia da Argentina, comprometendo o crescimento auto-sustentado no médio e longo prazo. Principalmente quando se fala no seu debilitado parque industrial, muito atingido pela abertura a produtos importados.

A inflação já se faz presente de forma persistente, diferentemente de quando surgiu na Alemanha, onde sua manifestação elevou-se a hiperinflação de forma mais abrupta. A presença continuada da inflação na Argentina somente foi possível porque a economia ficou indexada, preservando as funções de meio de pagamento e de unidade de conta, em detrimento de uma segurança com relação a capacidade da moeda em atuar como reserva de valor. Com a economia indexada à divisa dólar, como era o caso da Argentina, não há necessariamente uma fuga excessiva de capitais, na realidade a indexação apenas prolonga o problema da inflação. Uma característica bem diferente do ocorrido na Alemanha, onde a busca por outros ativos foi mais rápida e incontrolável.

As políticas ortodoxas¹⁷ monetaristas, baseadas na desvalorização cambial e na diminuição da demanda doméstica, com a prática de políticas fiscais e monetárias contracionistas, causavam efeitos recessivos e marcavam o início dos anos 80. O Estado argentino viu-se desprovido de recursos, embora gerasse grandes superávits na balança comercial, sendo estes suficientes para a cobertura de cerca de 2/3 da dívida externa (Arida, P et al. 1986, p.39), sendo o restante reescalonado pelos credores externos. Na verdade estes grandes superávits eram incentivados pelas desvalorizações cambiais e pelos incentivos fiscais, que embora incrementassem o volume de divisas, aceleravam a inflação doméstica. A dívida externa gerava inflação e aumentava a dívida interna do Estado, vendo-se obrigado a aplicar mecanismos de poupança forçada¹⁸, uma vez que o equilíbrio orçamentário estava fragilizado pelo atraso no recebimento de impostos e tarifas, tendo também como agravante o processo inflacionário. Não se sentia muito o efeito Tanzi, como o ocorrido na Alemanha em 1920. A economia argentina já convivia com um processo de indexação, principalmente a correção cambial com base no dólar.

Diferentemente do ocorrido na Alemanha, a inflação na Argentina não é um processo repentino. Sua origem reside principalmente na questão

¹⁷ Busca-se uma liberalização dos preços para que estes encontrem o ponto de equilíbrio. E centra esforços no controle da expansão monetária e na redução do déficit público.

¹⁸ Política econômica que provoca redução forçada do consumo por meio de pressões inflacionárias, para permitir uma liberação de recursos ao governo.

financeira do Estado, focalizado no peso da dívida externa e na ligação entre dívida externa e interna: "Os mecanismos que ligam a dívida externa à interna estavam assim lançados: o aumento da dívida externa gerava um aumento da dívida interna e as máximas desvalorizações acirravam este movimento" (Salama, P. 1990, p.67).

O desequilíbrio nos preços estava mais voltado a questão do déficit público do que no âmbito cambial, principalmente quando boa parte da dívida privada foi estatizada, via seguros de câmbio. Embora as desvalorizações inflacionassem os preços, não residia nesta a raiz do problema. A inflação na Argentina passa a fazer parte do dia-a-dia da economia, os agentes conseguem conviver com a prática da indexação. Preservando a moeda as funções de unidade de conta e meio de pagamento; porém atinge a função de reserva de valor, provocando aos poucos uma demanda por outros ativos. O longo processo de convivência inflacionária permite à moeda permanecer viva com duas de suas funções, unidade de conta e meio de circulação.

O certo é que este contexto de instabilidade não tem longa duração, sendo sobre os auspícios destes fatos que surge uma nova proposta de estabilização (14 de junho de 1985), agora no governo de Raul Alfonsín. O Plano Austral.

O plano vislumbrava debelar a inflação através de uma medida de choque, caráter heterodoxo¹⁹, que pudesse frear o aumento dos preços, assim como provocar uma mudança no modo de financiamento das transferências para o exterior. Eis as principais ações do plano de estabilização:

-Congelamento por tempo indeterminado de preços e salários, inclusive os serviços públicos.

-Reforma monetária, passando a circular o *Austral* em detrimento ao peso. Passando o austral a equivaler a 1000 pesos argentinos.

-Estabelecimento de uma taxa de câmbio fixa, inicialmente a um câmbio de 0,80 centavos de Austral por dólar.

-Compromisso de não financiar o déficit fiscal através da emissão de moeda (não monetização da dívida); restringindo o aumento da base monetária exclusivamente a um aumento de reservas internacionais.

-Redução do déficit consolidado de caixa do setor público, passando de 11,5% do PIB em 1984 para cerca de 2,5% no segundo semestre de 1985. Passando o déficit a ser financiado pelos credores internacionais e FMI ou pelas novas renovações dos acordos de composição de dívida.

¹⁹ Política econômica de combate a inflação com a prática do congelamento de preços em todos os níveis durante um certo intervalo de tempo, e liberar as políticas monetária e fiscal.

-Criação de uma tabela de conversão entre pesos e austrais.

-Drástica redução das taxas de juros, tanto ativas quanto passivas, fixadas a partir de 17 de junho em 4% e 6% para depósitos e empréstimos de 30 dias, sendo depois reduzidas a 3,5% e 5% respectivamente.(Arida, P et al. 1986, p.41).

A Argentina fez uso de um artifício de mudança rápida das regras do jogo. O que chamamos de ação de choque. A mudança de moeda objetivava apresentar um novo equivalente geral, livre dos desgastes da inflação, que tenha a capacidade de conferir credibilidade e segurança, além de intensionar evitar a fragmentação na busca de outros ativos.

O congelamento temporário de preços, salários, tarifas públicas e câmbio significou o estancamento do efeito inercial da inflação; tendo o governo que controlar dois fatores básicos para o sucesso do plano: o comportamento do mercado de ativos e as expectativas dos agentes na economia. Observa-se a importância do impacto psicológico. A crise na moeda peso estava levando os agentes a especularem outros ativos e, aos poucos, rejeitarem a legitimidade da moeda em vigor.

O problema identificado no processo de congelamento dos preços consistia em se inserir neste contexto preços defasados, que estavam

desalinhados. Podendo provocar num futuro próximo pressões sobre o congelamento. No caso do plano Austral, o que observamos foi que muito dos ativos sofreram um ajuste no preço momentos antes do início do plano. Basta citar que as tarifas subiram em média 33% acima dos níveis do segundo semestre do ano anterior. A taxa de câmbio sofreu uma desvalorização real de 18%. O preço da carne, outrora defasado, subiu 50%. E também os salários que sofreram um reajuste de 22,6%.

Com relação as expectativas dos agentes, deveria o plano garantir uma credibilidade, para que não houvesse uma reversão. Somente um plano de choque, não garante uma estabilidade por si só. Faz-se necessário que o governo pratique uma política monetária restritiva.

Neste contexto de políticas de estabilização, a oferta de moeda exigia cautela. Sim, por que num primeiro momento, com a economia aparentemente estabilizada, a demanda por M1²⁰ iria crescer, por outro lado, o governo não poderia utilizar esta emissão como monetização de sua dívida, daí ser uma política monetária restritiva com altos juros. Na realidade o exemplo do governo limitando o seu orçamento e agindo com políticas monetárias e regulatórias de contenção, eram ações básicas para se ter a confiança dos agentes, e estes contribuíssem para o processo de estabilização. Uma espécie de pacto informal.

²⁰ Representação dos meios de pagamento, seria a soma do papel-moeda em poder do público e dos depósitos a vista no sistema bancário.

A questão era até quando permanecer com o congelamento ? Até quando driblar os apelos e pressões de alguns setores para o reajuste nos preços e garantir a estabilidade ?(...).

Não demorou muito para que o governo cedesse a alguns setores da economia, concedendo reajustes de preços, principalmente com relação ao câmbio. Temendo um reajuste desenfreado, instituiu um escalonamento de preços, praticando a inflação passada mais a incorporação de 2%; parece não ter bastado, uma vez que a inflação pula de 3,4%, em dezembro de 1987, para 25,6% em julho de 1988 (Franco, G. 1995, p.243).

Havia outro desequilíbrio que era o crescente déficit do governo, um “furo” de cerca de 2% do PIB (Franco, G. 1995, p.244). O que tradicionalmente era coberto via aumento de impostos de produtos exportados (bens primários como carne e trigo), as chamadas “retenções”; só que agora inviável diante da promessa do Presidente de não fazê-lo. Todos estes fatores preparam o ambiente para um próximo plano. Batizado de plano Primavera, em meados de agosto de 1988.

O Plano Primavera era mais uma ação paliativa. Trazendo como novas mudanças a faceta da taxa de câmbio múltipla, que teria taxas diferenciadas, destinadas a cobrir o “rombo” nas contas do governo. Contava

com o terceiro congelamento de preços, após o Austral, só que mais pactuado, e a continuidade de uma política monetária restritiva.

Na realidade, a alternativa da taxa múltipla de câmbio tornava-se premente pela questão das pressões que sofria o governo. Tratava-se de se criar uma taxa administrada, a "comercial", com a qual se fariam as exportações dos bens primários e outra taxa, cerca de 25% mais cara, a "financeira", responsável pelos fluxos financeiros e pelas exportações de manufaturados e importações. O objetivo, como já mencionamos, era gerar recursos para as contas do governo. Ganhava-se com o diferencial de taxas, dando uma margem de folga para as reservas. Vejamos a comparação evolutiva entre estas duas taxas na tabela abaixo:

Tabela 02

Taxa de câmbio (austral/dólar)

Período	Comercial (oficial)	Financeiro (negro)	Ágio (%)
1988			
julho	10,8	12,6	17,5
agosto	12,0	14,4	20,00
setembro	12,0	15,0	24,7
outubro	12,4	15,1	22,00
novembro	12,8	15,6	21,4
dezembro	13,4	16,4	22,7
1989			
janeiro	13,9	17,7	27,2
fevereiro	14,8	28,2	90,8
março	15,8	47,9	202,8
abril	36,0	79,0	119,4
maio	177,0	290,0	63,8
junho.	221,0	425,0	90,6

Fonte: GUSTAVO, Franco, 1995, p.245.

No princípio a criação dos dois câmbios logrou êxito, porém com o tempo a noção de que havia atraso cambial, principalmente por parte dos exportadores agropecuários, acirrou o conflito para uma desvalorização. Para completar, surgem boatos de que o governo não tinha condições de bancar a economia com as reservas, e de fato se encontravam a um nível de US\$1,5 bilhão (valor bruto), impossibilitando o governo de acionar alguma medida de forma a conter as pressões cambiais e os rumores de desequilíbrio nas contas.

Não resistindo as pressões dos exportadores de produtos primários para uma equiparação ao câmbio “financeiro”, novamente o governo é forçado a ceder aos agentes e permite que parte da liquidação das exportações sejam pelo dólar “financeiro”, embora não desconhecesse o forte impacto que teria sobre os preços domésticos.

No começo de abril de 1989, as exportações já são liquidadas pelo câmbio financeiro em 50%. Em 2 de maio do mesmo ano, o mercado de câmbio é unificado e liberado por completo. Assumindo o câmbio comercial, por conta da unificação, um salto inusitado: “...o câmbio comercial passa de 15,8 austrais por dólar em média em março para 177,0 austrais no começo de maio, uma desvalorização superior a 1000%. “(Franco, G. 1995, p.248).

Com a inflação chegando ao nível de 100% ao mês, o comportamento dos agentes foge ao controle , “ Aqueles que tinham poupança

acumulada podiam sobreviver até o próximo reajuste. Quem não as tinha agiu de forma pragmática : foi às ruas saquear supermercados.” (Franco, G. 1995, p.251).O presidente Raul Alfonsin não conseguiu articular as reformas fiscais e estruturais complementares ao Plano Austral, diante das pressões renuncia em 30 de junho de 1989. A esperança estava no novo governo de Ménem.

Neste quadro de hiperinflação as funções da moeda são todas debeladas. A estabilização da moeda não pode prescindir da criação de um novo equivalente geral. O Estado tem que instituir uma nova moeda central hegemônica. A indexação da economia neste período conseguiu ainda preservar, na moeda nacional, a função de meio de pagamento. O final hiperinflacionário do governo de Alfonsin, significa o fim da velha e a gênese de uma nova ordem monetária.

3.2 A esperança no plano Cavallo e a dolarização.

Ao assumir o governo, Ménem mostrou muita credibilidade e surpresa com a indicação dos nomes do primeiro escalão do governo, que contou com a participação da iniciativa privada, como Miguel Roig, sócio do grupo Bunge y Borg, como de intelectuais de conceituada formação acadêmica, sendo o caso de Domingo Cavallo para ministro das relações exteriores, que teve formação em Harvard. Apresentou preliminarmente um pacote de medidas para debelar a crise que consistia em mais um

congelamento de preços e salários, tendo como ação primeira um reajuste dos preços, alguns chegando a ordem de 150%.

O desequilíbrio inflacionário não consegue ser contido, pelo menos numa perspectiva mais duradoura. A crise nas funções da moeda ainda persistiam. Menos crítica em face da diminuição da especulação, embora ainda persistisse uma indexação com base na cotação do dólar. As novas promessas do novo governo eram um alento para os agentes.

Cavallo assume a pasta do Ministério da Economia, na saída de Ernan Gonzales, no final de janeiro de 1990. Anuncia uma nova política cambial, vinculando a intervenção governamental neste mercado ao volume de reservas internacionais. Em 24 horas a cotação do austral frente ao dólar saltou de 7.000 para 8.400. De tal sorte que o Banco Central institui uma espécie de política de bandas cambiais, parametrizando as cotações, de tal forma que se o câmbio estivesse abaixo de 8.000 austrais, entraria no mercado comprando divisas, se estivesse ao nível de 10.000 atuaria como vendedor.

No mês de fevereiro de 1990, foi lançado o plano Cavallo I, que visava implementar medidas estruturais, com o incentivo e crédito para a agricultura e a indústria, reestruturação do sistema financeiro, desregulação do mercado de trabalho e estudos para uma simplificação tributária. Além de apresentar uma moeda lastreada ao dólar. O Estado assume a legitimidade

monetária do dólar já praticada pela sociedade, legalizando o que já era prática do mercado. A "dolarização" representa uma segurança e uma melhor definição das relações de troca, porém resgata uma Soberania frágil do governo, dependente de uma moeda estrangeira. A economia foi dolarizada com o peso valendo 10.000 austrais, e com uma paridade 1 para 1 frente ao dólar. Mostrando o nível de preços rápida reversão, o que podemos evidenciar pelo índice mensal de preços, que em fevereiro era de 30% passou em junho para 3,1%.²¹

A necessidade de se praticar uma conversão direta entre as moedas revela o alto grau de insegurança que havia na sociedade, devendo o governo recuperar a credibilidade do mercado. A especulação e a incerteza, são dois componentes básicos para a moeda começar a perder o seu papel como mediador das trocas, principalmente na qualidade de reserva de valor.

Em abril deste mesmo ano consolida-se a livre conversibilidade entre as moedas, peso/dólar, com o advento do plano Cavallo II. A dificuldade do governo em granjear credibilidade, tanto a nível interno como externo, força-o a aplicar a plena conversibilidade. Medida esta não adotada na reforma monetária da Alemanha em 1923.

Espera-se da economia um automatismo bem maior no jogo da oferta e procura. Assim um aumento na demanda interna que impulse as

²¹ FRAQUELLI, Antonio Carlos, **REVISTA de Análise Conjuntural**, São Paulo, segundo trimestre, 1991.

importações provocará um decréscimo no montante de reservas externas, levando o Banco Central a reduzir a base monetária e o conseqüente aumento da taxa de juros. Estes por sua vez induzem os agentes detentores de moeda a vendê-la, em busca de uma melhor taxa de atratividade do capital. A economia está se plasmando num liberalismo mais acentuado, com o Estado assumindo um papel cada vez menor, onde o discurso de privatização de estatais, assim como responsabilidades, outrora da alçada do Estado, são agora vicejadas ao nível do mercado.

O plano busca o equilíbrio tanto do mercado doméstico como do externo, indissociáveis, porém com práticas de políticas econômicas paradoxais. Pelo menos, num primeiro instante, duas limitações são postas em evidência.

O primeiro problema reside na preocupação do volume de reservas da economia, o que na época estava em torno de US\$ 3,8 bilhões, tendo que fazer face a uma demanda por peso na ordem de US\$ 4,5 bilhões. O que já é um fato preocupante, se não bastasse o fechamento do acordo com o principal da dívida externa. O que descontando-se estas transferências para os credores internacionais, a economia não dispunha de reservas suficiente para bancar a ancoragem cambial.

Outro problema era a questão do déficit das contas públicas. Não mais poderia ser monetizado, tanto por questões morais, como técnicas, uma

vez que a emissão estava vinculada ao nível de reservas. Estava quase que clarificado para a economia uma crise aberta de reservas, tendo como alternativas para suplantar este quadro a obtenção de mais empréstimos externos ou a atração de capitais de risco, trazendo uma folga de caixa e um equilíbrio para o balanço de pagamentos.

A reforma monetária teria que acompanhar um ajuste nas finanças do governo, um projeto para prolongar os pagamentos da dívida. O sucesso de qualquer reforma monetária depende também de acertos com questões estruturais da economia, dentre elas o déficit público. O sucesso do *rentenmark*, na Alemanha, veio a reboque do plano de composição dos pagamentos das reparações de guerra-plano Dawes.

O ponto fraco do plano está no fato da livre conversibilidade entre as moedas e o câmbio fixo. Impingindo um resultado não muito satisfatório a nível da balança comercial.

A elevação dos preços dos bens não-transacionais, *non-tradeables*, como preços públicos; assim como a pressão da indústria manufatureira em busca de um preço mais competitivo no mercado mundial, associado com a queda do salário real, provocada pela discrepância entre os preços dos produtos exportados e os cultivados internamente, tem levado o governo argentino a um grande conflito: como superar estes problemas sem desfazer os

acordos firmados e não romper as linhas básicas do plano de estabilização ? Há uma pressão para que o câmbio sofra uma desvalorização, porém esta ação dismantelaria a credibilidade do plano e o seu equilíbrio. Com o câmbio fixo e a captação de recursos externos com taxa de juros baixas, favorecem o equilíbrio financeiro do balanço de pagamentos, pois mantém um afluxo de divisas, sem ter o governo que recorrer ao crédito interno público, levando o governo a volta do famoso dilema do *crowding-out*²² com o ajuste fiscal permanente. Mesmo assim o plano corre um grande risco de romper com suas estruturas, há grandes pressões no mercado cambial, sem falar nas políticas de ajuste do balanço de pagamentos e do financiamento público que são antagônicas.

Toledo (IPE/FIPE 1991) desenvolveu um trabalho sobre a economia argentina com a adoção do plano Cavallo, com o objetivo de identificar o plano como um desastre assim como fazer uma ponte para o Brasil. Em resumo, seu trabalho tinha a seguinte argumentação:

Antes do plano Cavallo a Argentina tinha equilíbrio externo com desequilíbrio interno:

- Equilíbrio no Balanço de Pagamentos.
- Baixo nível de atividade interna.

²² Fuga dos investimentos privados por uma ação do governo, por exemplo, quando o governo age como grande tomador de recursos, oferecendo uma taxa atrativa de juros, deslocando os recursos da produção para o setor financeiro.

➤ Baixos salários reais (considerando as reivindicações dos sindicatos.

➤ Aceleração inflacionária.

Após o plano Cavallo, a Argentina passa para o seguinte ponto:

➤ Aumento do salário real.

➤ Inflação em queda.

➤ Redução da taxa real de câmbio

➤ Deterioração da balança de transações correntes.

➤ Grande crescimento da atividade doméstica.

A situação atual da Argentina é de equilíbrio interno com iminente crise cambial. Esta última somente não ocorreu em virtude da credibilidade creditada ao governo e ao plano. Favorecendo a inserção de capitais externos, atraídos por taxas de juros superiores as internacionais. O grande gargalo encontra-se na questão cambial, que com o tempo, inibe o crescimento do setor de bens-transacionais, *tradeables*, implicando numa redução de receita fiscal, e uma pressão para a desregulamentação da taxa fixa de câmbio.

A crise financeira de fuga de capitais que assolou o México (que adotou também um ajuste com base nas reservas) em dezembro de 1994, fez suscitar mais uma preocupação por parte dos dirigentes dos países que

adotaram ajustes com base na ancoragem cambial: o cuidado com os capitais especulativos financeiros, que podem a qualquer momento sair do país. O efeito da falência mexicana só não foi maior devido ao aporte de capital de aproximadamente US\$ 50 bilhões de dólares do governo americano (REVISTA Exame.Ed. dez/94). Mesmo assim abalou os investidores internacionais e muitos deixaram de investir nos mercados “emergentes” (países em subdesenvolvimento), abalando economias como Chile, Argentina e Brasil.

3.3 Reflexão Sobre Dolarização na Argentina.

A curta estabilidade apresentada nas economias, principalmente as latinas, na década de 80, faz com que a aplicação da *dolarização* seja cogitada de forma mais incisiva, principalmente após o lançamento recente na Argentina.

Na Argentina com a taxa de câmbio fixada por lei, aprovada pelo Congresso, é um ato de extrema rigidez. Lá a estagnação econômica já tem uma lenta trajetória. A memória argentina de uma política de crescimento econômico rápido é mais longínqua do que no Brasil. O Plano Cavallo é uma tentativa extrema de se estabilizar a economia em detrimento do crescimento econômico. A importância em se definir uma moeda forte, como é o caso do peso atrelado ao dólar, restaura na economia a tranquilidade com relação as

funções da moeda, apesar da livre conversibilidade poder ocasionar um colapso nas reservas.

Os primeiros resultados do Plano Cavallo são positivos. A inflação comportou-se a uma taxa inferior a 5%a.m²³ embora se esperasse uma deflação. A fuga de capitais foi interrompida e a atividade econômica apresentou uma relativa recuperação, principalmente com a volta do crédito ao consumidor. Houve também um crescimento da arrecadação tributária, devido a um aumento nas vendas. E o plano tem a aprovação da maioria da população. A preocupação com relação a Argentina está na adoção do câmbio valorizado, complicando o equilíbrio do balanço de pagamentos e a sustentação da taxa cambial, sem falar no perigo da desindustrialização, pelo fato dos preços argentinos estarem acima dos preços internacionais. Ficando o governo dependente da balança de capitais, mais precisamente da poupança externa.

O crescimento econômico a longo prazo não é um dos objetivos da Argentina. Observa-se uma atenção acentuada para as ações de curto prazo. Podendo o aumento nas vendas, pelo consumo ampliado, tornar-se uma ameaça ao retorno das pressões inflacionárias e/ou importações.

²³ BELLO, Terezinha, GAZZANA, João Emílio, Reflexões sobre Dolarização, **REVISTA de Análise Conjuntural**, São Paulo, segundo trimestre, 1991.

Para o Brasil, o grande desafio das reformas estruturais esbarra na questão de se proporcionar um padrão mínimo de financiamento do setor público. A dívida social é significativa, e há uma necessidade cada vez maior de se diminuir as desigualdades sociais. A proposta do Plano Real, encetado pelo Presidente Fernando Henrique, ainda quando era ministro da fazenda no governo de Itamar Franco, parece-nos bem intencionado na questão da estabilização, porém pobre nas questões sociais. A grande dificuldade esta em promover um horizonte promissor de crescimento econômico sem ascender pressões inflacionárias. A grande questão é até quando a sociedade pode suportar uma contenção no crescimento da economia, em virtude da estabilização.

CONSIDERAÇÕES FINAIS.

Qualquer processo hiperinflacionário representa um estado preocupante para a economia, pois o Estado perde a capacidade de impor um regime monetário hegemônico. A destruição do regime monetário em vigor provoca uma desorganização das relações sociais. A convergência dos agentes em outros ativos, renegando a moeda desvalorizada, significa a destruição da legitimidade monetária. O poder central, na figura do Estado, e a moeda, são destituídos de sua transcendência, não mais operando o poder “mágico” da moeda, capaz de fascinar os homens, pervertendo-os do desejo de consumir mercadorias. A crise inflacionária é um período de intensa inovação monetária. É impossível de se conviver por muito tempo, ela incorpora sua própria negação.

No caso da hiperinflação alemã, o que ocorreu foi a incapacidade dos bancos comerciais de controlar o circuito marco/dólar. Poderiam ter emitido títulos indexados ao dólar, um primeiro passo para a *dolarização*; mas as pressões políticas abafaram esta possibilidade. A escassez de dinheiro na economia provocou o surgimento de várias moedas, estimuladas pelo próprio Estado, as chamadas moedas de “valor constante”. Cada Estado-Membro criava sua própria moeda, em sua grande maioria vinculada a riquezas do

campo, como cevada, trigo,...Até as empresas criaram suas próprias moedas. O que levou a Alemanha quase a um conflito separatista entre as regiões, como o movimento ocorrido em Renânia e Baviera, assim como a eclosão de insurreições. Desfrutando apenas de legitimidade local, elas provocaram a fragmentação da Alemanha em verdadeiras "ilhas" monetárias.

O que mais chamou a atenção dos estudiosos foi a repentina recuperação da estabilização com a instituição do *rentenmark*. Não ocorreu as tradicionais políticas de diminuição da massa monetária, queda de demanda, preocupação com as contas externas, em especial a balança comercial. Vinculou-se o *rentenmark* a títulos de renda, *rentenbriefe*, rendendo juros de 5% a.a, cujo valor era expresso em marcos/ouro. Vinculando-o, dessa maneira, ao ouro e ao dólar, pois havia o padrão-ouro. Os títulos de renda tinham uma garantia hipotecária, apropriada pelo *Reich*.

O problema que se introduz, na constituição de uma nova ordem monetária, é a afirmação de um novo poder, de uma nova legitimidade. Resultado tanto de relações políticas como econômicas. O que está em jogo é a diminuição das várias "moedas" que insurgem numa crise hiperinflacionária. O sistema torna-se fortemente instável, devido a heterogeneidade de equivalentes eleitos pelos agentes privados, debilitando o poder de ação do Estado.

Na Argentina temos uma diferenciação: o processo de estabilização, com o recurso de uma nova moeda atrelada ao dólar, é aplicado de forma lenta e programada. A origem do processo de inflação está também na questão da fraca estrutura financeira do Estado, não ocasionado pelo surgimento de guerras. Associa-se a esse fato a aplicação de políticas de congelamento assim como a aumentos desproporcionais, causando uma defasagem significativa nos preços relativos, pressionando o Estado para novos reajustes, principalmente no episódio dos câmbios “financeiro” e “comercial”, no governo Alfonsín.

A utilização do dólar como referência de valor está incrustado na economia argentina. Os títulos do governo são todos indexados ao dólar, o que leva-nos a assumir que o processo de incorporação do dólar, possibilitando o livre convívio foi, por assim dizer, um ato induzido, quase que programado.

O sucesso das mudanças no caminho da estabilização da moeda está no compromisso do governo em apresentar medidas sérias e sua ação austera nas contas públicas. A força do Estado em apresentar um plano crível para sociedade é a chave para toda reforma monetária, seja ela com uma *dolarização aberta*²⁴ ou não.

²⁴ Dolarização explícita, significa o livre trânsito da moeda estrangeira no interior da economia. A dolarização chamada implícita foi o que ocorreu na Alemanha da década de 20, o *retenmark*, criado era vinculado ao padrão-ouro e por conseguinte ao dólar.

BIBLIOGRAFIA.

1. -AGLIETTA, Michel, ORLÉAN, Andre, **A Violência da Moeda**, tradução por Sônia Tomazini, primeira edição, São Paulo, Ed. Brasiliense, 1990.
2. -ARIDA, Pêrsio et al , **Brasil, Argentina, Israel: Inflação Zero**, nona edição, São Paulo, Ed. Paz e Terra, 1986.
3. -BARBOSA, Fernando de Holanda, **Hiperinflação e Estabilização**, **REP: Revista de Economia Política**, São Paulo, Ed. Nobel, número 52, outubro/dezembro 1993.
4. -BELUZZO, Luis gonzaga , ALMEIDA, julio Sérgio, **Dolarização: alternativa ou imposição ?**, **Revista de Análise Conjuntural**, segundo trimestre, 1991.
5. -BATISTA, JR, NOGUEIRA, Paulo, **Dolarização, Âncora Cambial e Reservas Internacionais**, **REP: Revista de Economia Política**, São Paulo, Ed. Nobel, número 51, julho/setembro, 1993.
6. -LOUZARD,E, **Déficit Público Brasileiro: Política Econômica e Ajuste Estrutural**, São Paulo, Ed. Paz e Terra, 1987.
7. -FRANCO, Gustavo, **Alternativas de Estabilização: Gradualismo, Dolarização e Populismo**, **REP: Revista de Economia Política**, São Paulo, Ed. Nobel, número 50, abril/junho, 1993.
8. -FRANCO, Gustavo, **O Plano Real e Outros Ensaio** , primeira edição, Rio de Janeiro, Ed. Francisco Alves, 1985.
9. -GALBRAITH, John Kenneth, **Moeda: de onde veio para onde foi**, tradução por Antônio Zoratto Sanvincente, São Paulo, Ed. Novos Ubrais, 1977.
- 10.-LOPES, Francisco, **O Desafio da Hiperinflação**, Rio de Janeiro, Ed. Campus, 1990.

- 11.-PEREIRA, Luís Carlos Bresser , FERRER, Aldo, Dolarização Crônica: Argentina e Brasil, **REP:Revista de Economia Política**, São Paulo, Ed. Nobel, número 41, janeiro/março, 1991.
- 12.-RESENDE, André Lara, O Conselho da Moeda: Um Orgão emissor independente, **REP: Revista de Economia Política**, São Paulo, Ed. Nobel, número 48, outubro/dezembro , 1992.
- 13.-SALAMA, Pierre, **Dolarização: ensaio sobre a moeda a industrialização e o endividamento externo dos países subdesenvolvidos**, tradução Renee Barata Zicman, São Paulo, Ed. Nobel, 1989.
- 14.-TAVARES, Maria da Conceição, FIORI, Jose Luís, **Desajuste Global e Modernização Conservadora**, Rio de Janeiro, Ed. Paz e Terra, 1993.
- 15.-TOLEDO, Joaquim Eloi Cirne, Plano Cavallo, Galope para o Desastre ?, **Universidade de São Paulo, Departamento de Economia, FIPE/IPE**, São Paulo, novembro, 1991.
- 16.-FRAQUELLI, Antônio Carlos, Dolarização: Opção ou Imposição ?, **Revista de Análise Conjuntural**, segundo trimestre, 1991.
- 17.-JÚNIOR, Álvaro Antônio Zini, Três Estudos sobre Inflação, Taxa de Câmbio e Reforma Monetária no Brasil, **Dissertação apresentada para concurso de Livre Docência na FEA-USP**, Maio, 1993.