

## **AS PECULIARIDADES DO BLOQUEIO DA LIQUIDEZ NO PLANO BONEX ARGENTINO DE 1990**

Carlos Eduardo Carvalho

### **RESUMO**

O alongamento compulsório dos títulos públicos e dos depósitos bancários a prazo em janeiro de 1990 na Argentina, o Plano Bonex, passou a despertar interesse no Brasil desde que a crise cambial do início de 1999 acentuou as preocupações com a solvência da dívida pública. Contudo, é difícil utilizar o Bonex como referência para opções de política econômica no Brasil hoje. O programa argentino ocorreu em um quadro econômico muito específico, marcado por intensa desmonetização, com demanda por moeda e títulos muito baixa, inexistência de fontes de financiamento externas e internas para o setor público e hiperinflação. O trabalho apresenta o Bonex e as experiências anteriores de bloqueio da liquidez de ativos financeiros, concentradas no final das duas guerras mundiais, enfatizando as acentuadas diferenças entre os diferentes episódios.



## BONEX, BLOQUEIOS, ANTECEDENTES

- Crise cambial do início de 1999 trouxe de volta ao debate econômico brasileiro as preocupações com a solvência da dívida pública

Menções nem tanto ao Plano Collor, nossa própria experiência, mas sim ao Bonex argentino: explicar aqui em linhas bem gerais

- Bonex e Collor fazem parte de um conjunto de programas de estabilização ou medidas que incluíram o bloqueio da liquidez de haveres financeiros

No caso da dívida, seria o caso: a dívida está colocada como lastro para os haveres financeiros do público

- Uma das características desses eventos é que há pouca coisa em comum entre eles, o que torna difícil tirar conclusões gerais a partir deles, além de serem pouco conhecidos

Apesar de relativamente numerosas, as experiências de bloqueio da liquidez são pouco conhecidas. A reflexão sobre elas ficou concentrada nos anos imediatamente posteriores à Segunda Guerra Mundial, quando um grande número de bloqueios teve lugar na Europa e na Ásia. Uma exceção é o programa alemão de 1948, que mereceu alguma atenção no Brasil às vésperas do Plano Collor. Nos demais casos, como no Japão de 1946, há apenas referências em textos que abordam o conjunto de temas monetários e financeiros daquele país num período mais longo. O mesmo pode ser dito do Plano Bonex argentino e também do Plano Collor.

O pouco interesse pelo estudo dos bloqueios da liquidez pode ser atribuído a vários motivos. A grande maioria das experiências ocorreu há bastante tempo, o que reforça a imagem de acontecimentos eventuais, acidentes típicos de épocas de desequilíbrios que não irão se repetir. O Plano Bonex argentino, embora recente, ficou ofuscado pelo sucesso do Plano Cavallo, adotado um ano depois, embora muitos autores insistam em relacionar o sucesso da conversibilidade à forte redução da dívida pública promovida pelo Bonex.

Também contribui para o esquecimento o mal-estar provocado pela simples lembrança de medidas de retenção ou cancelamento de haveres financeiros, com toda a carga emocional associada aos problemas acarretados aos cidadãos e às empresas, acentuada no Brasil pelo término precoce do governo Collor com um *impeachment*.

Acrescente-se que a maior parte dos bloqueios da liquidez teve resultados antiinflacionários modestos, inferiores ao que se poderia supor. Em geral não conseguiram estabilizar os preços, obtendo apenas uma redução do ritmo da inflação, nem sempre significativa, até que outro programa, meses ou anos depois, alcançasse por fim a estabilização. Na maior parte dos casos, o bloqueio da liquidez foi bem mais eficiente para outros fins: consolidação da dívida pública

em melhores condições de custo e prazo, aumento da demanda pela moeda nacional e reorganização do meio circulante, *capital levy* (nem sempre atingindo outros ativos além dos financeiros), recuperação (por vezes muito vigorosa) da atividade produtiva, incentivo ao trabalho, controle de mercados ilegais, da fuga de capitais e da evasão fiscal.

- Texto apresenta resumo das duas grandes ondas no século XX, nos dois períodos seguintes às grandes guerras, e apresenta um resumo do Bonex argentino  
 Primeira: conceituação de bloqueios de liquidez  
 Segunda: histórico das duas grandes ondas de nosso século  
 Terceira e quarta: caso do Bonex: primeiro, condições gerais da Argentina; depois, o Bonex propriamente  
 Conclusões

## **1 ARGENTINA**

### **1.1 Quadro macroeconômico e fiscal**

A Argentina foi um dos países latino-americanos mais duramente afetados pela crise da dívida externa no começo da década passada, culminando com a hiperinflação de 1989-90, a que se seguiu o plano de conversibilidade de 1991 (Tabela 1).

Desde o pós-guerra o modelo típico de substituição de importações enfrentou na Argentina fortes tensões internas e crises periódicas de balanço de pagamentos. No período de melhor desempenho, 1964-74, a taxa média de crescimento foi de 4,5%. Em 1976, o colapso da política de crescimento com distribuição de renda do governo civil empossado em 1973 precipitou novo golpe militar, desta vez comprometido com uma drástica reorientação da política econômica. A combinação de abertura externa, desregulamentação financeira e ancoragem cambial da moeda conduziu a uma grave crise em 1981, à qual se somaram os efeitos do choque externo de 1982 e da guerra das Malvinas no ano seguinte.

O governo civil de Raul Alfonsín assumiu em 1984 em meio a fortes tensões econômicas, sociais e políticas. Seja por subestimar a gravidade dos desequilíbrios fiscais e externos, seja por não ter uma estratégia clara para equacioná-los, seja pela magnitude das demandas sociais e políticas a serem atendidas, o novo governo não conseguiu ir além de medidas

de curto prazo. O gradualismo foi logo inviabilizado pela alta da inflação e pelo endurecimento dos credores externos, o que levou ao choque heterodoxo de 1985, o Plano Austral. Depois de um período inicial de grande sucesso, a política de estabilização foi derrotada e a inflação voltou com força no primeiro semestre de 1986 (Carciofi *et alii*, 1994, p. 17-26; Damill *et alii*, 1994).

Os três anos seguintes foram marcados por uma série de tentativas de estabilização malsucedidas, desembocando por fim no primeiro surto hiperinflacionário, em maio-junho de 1989. A posse antecipada do novo presidente, Carlos Menem, acalmou um pouco a economia, mas o crédito

Tabela 1 Argentina - Indicadores macroeconômicos - 1981-1993

|      | PIB <sup>1</sup> | Investimento <sup>1</sup> | Inflação <sup>2</sup> | Câmbio <sup>2</sup> | Salário <sup>3</sup> | Bal.Com. <sup>4</sup> |
|------|------------------|---------------------------|-----------------------|---------------------|----------------------|-----------------------|
| 1981 | -5,7             | -16,3                     | 7,2                   | 12,0                | 100,0                | -342                  |
| 1982 | -3,1             | -16,4                     | 9,9                   | 15,1                | 75,3                 | 2.681                 |
| 1983 | 3,7              | -0,7                      | 15,0                  | 13,7                | 85,3                 | 3.857                 |
| 1984 | 1,8              | -3,4                      | 18,8                  | 18,8                | 104,8                | 3.981                 |
| 1985 | -6,6             | -17,8                     | 14,1                  | 14,3                | 96,8                 | 5.200                 |
| 1986 | 7,3              | 15,2                      | 5,1                   | 3,9                 | 95,9                 | 2.491                 |
| 1987 | 2,6              | 14,8                      | 8,8                   | 9,5                 | 88,9                 | 614                   |
| 1988 | -1,9             | -2,0                      | 14,1                  | 12,8                | 84,2                 | 4.174                 |
| 1989 | -6,2             | -24,4                     | 38,6                  | 42,1                | 71,7                 | 5.609                 |
| 1990 | 0,1              | -9,9                      | 24,9                  | 14,1                | 75,8                 | 8.334                 |
| 1991 | 8,9              | 25,1                      | 5,2                   | 5,9                 | 82,6                 | 3.721                 |
| 1992 | 8,7              | 30,9                      | 1,3                   | 0,0                 | 83,6                 | -2.000                |
| 1993 | 6,5              | 14,7                      | 0,5                   | 0,0                 | 87,8                 | -2.595                |

Fontes: Banco Central de la República Argentina e CEPAL, *apud* Durán e Sabaini, 1995, p. 7

<sup>1</sup> Taxa de variação no ano

<sup>2</sup> Taxa de variação média mensal

<sup>3</sup> Índice 1981=100

<sup>4</sup> US\$ milhões de 1992

de confiança consumiu-se em tentativas de estabilização que tiveram o mesmo destino das anteriores. Novo surto hiperinflacionário em dezembro precipitou o bloqueio de haveres financeiros no início de 1990, consolidados em bônus de dez anos. Depois de outros insucessos, anunciou-se no início de 1991 a conversibilidade plena da moeda nacional, o Plano Cavallo. O novo programa alcançou grande sucesso em seu objetivo maior de acabar com a inflação e deu lugar a um período de crescimento acelerado com estabilidade de preços (Rozenwurcel, 1994, p. 1-6).

Tabela 2 Argentina - Setor público não-financeiro, sem províncias (% do PIB) 1985-1993

|                    | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993* |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| Receitas correntes | 15,4 | 15,9 | 15,1 | 13,8 | 14,8 | 14,4 | 15,7 | 17,2 | 17,7  |



|                                |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Comércio exterior <sup>2</sup> | 1,6  | 1,4  | 1,2  | 1,6  | 1,4  | 2,5  | 2,0  | 1,6  | 1,2  | 2,8  |
| 1,5 0,9 1,0                    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Regularizações                 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,1  | 0,1  | 0,0  | 0,0  | 0,5  | 0,1  | 0,1  |
| 0,2 0,3 0,4                    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Salários e seguridade          | 4,5  | 2,0  | 1,5  | 1,5  | 2,2  | 3,8  | 3,9  | 3,8  | 3,2  | 2,7  |
| 3,6 4,3 4,8                    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Carga tributária bruta         | 14,4 | 12,5 | 10,9 | 10,0 | 10,2 | 14,5 | 14,6 | 14,0 | 12,2 | 13,1 |
| 12,3 14,0 16,4                 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Deduções <sup>3</sup>          | 0,2  | 0,3  | 0,5  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 0,4  | 0,5  | 0,1  |
| 0,0 0,1 0,1                    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Carga tributária líquida       | 14,2 | 12,2 | 10,4 | 9,8  | 10,0 | 14,3 | 14,4 | 13,6 | 11,8 | 13,1 |
| 12,3 13,9 16,3                 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Outras receitas tributárias    | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,5  | 0,4  | 0,0  | 0,5  | 0,1  |
| 0,1 0,3 0,1                    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Impostos provinciais           | 3,2  | 2,7  | 2,2  | 1,7  | 2,1  | 2,5  | 2,9  | 2,5  | 2,2  | 1,9  |
| 2,3 2,6 3,2                    |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Carga tributária líquida total | 17,4 | 14,9 | 12,7 | 11,5 | 12,2 | 16,8 | 17,3 | 16,1 | 13,9 | 15,0 |
| 14,6 16,5 19,5                 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |

-----  
 Fonte: Secretaría de Ingresos Públicos, Dirección acional de Investigaciones y Análisis Fiscal, apud Durán e Collar, 1995, p. 31

<sup>1</sup> Inclui impostos sobre capitais, ativos e patrimônio líquido

<sup>2</sup> Inclui tributos e taxas sobre outras transações externas

<sup>3</sup> Devoluções a exportadores

<sup>4</sup> Poupança obrigatória e contribuição solidária

#### 1.4 A reforma de 1990-1993

Os surtos hiperinflacionários de 1989-1990 levaram a economia argentina à beira do colapso. A crise fiscal se agravou dramaticamente no primeiro semestre de 1989, até o surto de junho. Com o programa de estabilização anunciado logo na após a posse antecipada do presidente Carlos Menem, a inflação caiu de imediato e a arrecadação fez movimento inverso. Nos meses seguintes adotaram-se várias medidas para recuperar as finanças públicas, com os decretos de emergência econômica, de reforma do estado e de reforma tributária. Os dois primeiros suspendiam subsídios e incentivos, buscavam o controle das estatais e aceleravam as privatizações. O último, além de simplificar o imposto sobre os lucros e estabelecer um imposto sobre o ativo das empresas, avançava com mais firmeza na sempre desejada generalização do IVA, com alíquota mais baixa.

O segundo surto hiperinflacionário, em janeiro de 1990, levou a novo pacote de medidas tributárias, incluindo um imposto de emergência sobre as receitas das empresas pública e o aumento de alíquotas do imposto de exportação e do imposto sobre ativos. Por fim, em setembro elevou-se também a alíquota do IVA.

A necessidade imperiosa de melhorar rapidamente o desempenho fiscal para sustentar o programa de conversibilidade (março-abril de 1991) acelerou a implantação do programa tributário planejado desde 1989 e que vinha sendo levado à prática muito devagar. Seus eixos básicos (Quadro 3) foram seguidos de forma permanente a partir daí. A única reversão importante se deu com a redução de alíquotas da fase inicial, substituída por elevações logo em seguida.

O impacto sobre a arrecadação foi surpreendente: em 1991 recuperou-se o nível anterior à hiperinflação, em 1992 voltou-se ao ponto mais alto da década de 80 e para 1993 os dados preliminares indicavam novo crescimento expressivo (Tabela 3).

O segundo fator compreende a ação simultânea e articulada das medidas de política e de administração tributária, com correção e aprimoramento contínuo do programa, como no caso da elevação de alíquotas. Isto teria resultado inclusive de avaliações sobre as dificuldades do governo anterior. As autoridades tributárias já teriam formado em 1988 um diagnóstico sobre as causas dos problemas, incluindo a opção pelos tributos indiretos (Durán y Collar, 1993, p.14) e o papel decisivo da administração.

O terceiro eixo envolveu a melhora substancial das condições econômicas a partir do programa de conversibilidade, o que reforçou de imediato a arrecadação do IVA, com o rápido aumento do consumo.

Quanto ao peso de cada um destes fatores no aumento da receita. Os cálculos de Durán e Sabaini (1995, 33-39) sobre os determinantes do crescimento do IVA entre 1990 e 1993 (3,99% do PIB) atribuem 50% dos ganhos à ampliação da base de incidência, 25% à elevação da alíquota e outros 25% à redução de perdas inflacionárias e ao aperfeiçoamento da administração. Tomando-se apenas 1992 e 1993, porém, o crescimento de 2,85% do PIB se explica em 58% por melhor administração, 20% pela alíquota e 10% por ampliação da base.

Tabela 9 Argentina - Determinantes da variação da receita tributária total, 1993 em relação a outros anos - Ganho de cada fator em % do PIB

| Fator                           | 1980 | 1981 | 1986 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Política econômica <sup>1</sup> | 0,43 | 1,43 | 0,54 | 2,73 | 0,94 | 0,60 | 0,05 |
| Política tributária             | 4,35 | 4,52 | 4,33 | 3,94 | 3,44 | 0,86 | 0,04 |
| Alíquotas                       | 1,98 | 2,87 | 1,28 | 1,27 | 1,60 | 1,04 | 0,00 |



|                     |       |      |      |      |      |       |      |
|---------------------|-------|------|------|------|------|-------|------|
| Base de incidência  | 1,89  | 1,17 | 2,98 | 2,39 | 1,67 | 0,00  | 0,00 |
| Regularizações      | 0,48  | 0,48 | 0,07 | 0,28 | 0,17 | -0,18 | 0,04 |
| Administração trib. | -0,07 | 0,67 | 0,93 | 1,47 | 2,39 | 3,08  | 1,14 |
| Aumento total       | 4,70  | 6,62 | 5,81 | 8,14 | 6,77 | 4,54  | 1,23 |

-----  
 Fonte: Durán e Sabaini, 1995, p. 63

- Difícil distinguir objetivos fiscais nos bloqueios recentes: dívida pública é de fato lastro das aplicações financeiras, do M4 - programa de consolidação de dívida acaba sendo programa para bloquear a liquidez do M4 ou para reduzir seu volume
  - Bonex teria tido objetivo fiscal: não é bem assim - meta era breicar a corrida contra os bancos e impedir a hiperinflação - resultou em redução drástica do M4
  - redução da dívida facilitou o manejo do M4, nesse sentido viabilizou a conversibilidade
  - Levantar resultados fiscais: números disponíveis não confirmam tese da relevância do Bonex com esse objetivo - não mudaram muito
- Coincidência com outras medidas: reforma tributária, privatizações e reforma do estado, fim da inflação muito alta a partir de 1991

### 1.1 BREVE HISTÓRICO DAS EXPERIÊNCIAS DE BLOQUEIO DA LIQUIDEZ

O Plano Collor integra o grupo dos programas de estabilização que cancelaram ou limitaram a liquidez de haveres monetários ou o direito dos detentores de haveres financeiros não-monetários de convertê-los em moeda de acordo com as formas contratuais estabelecidas, ou as duas coisas, restrições essas impostas por desvalorização nominal, repúdio, anulação, confisco ou bloqueio. A história registra grande número de ocorrências deste tipo, geralmente na seqüência de guerras, graves crises políticas ou hiperinflações. A expressão bloqueio da liquidez é a mais precisa para caracterizar tais programas, pois enfatiza o traço específico que as distingue de outras políticas de estabilização: a suspensão do exercício da liquidez de ativos financeiros, parcial ou total, temporária ou definitiva.

Nas análises suscitadas pelos diversos programas desse tipo que se sucederam na Europa a partir de 1944, tornou-se comum designá-los como reformas monetárias. É uma expressão muito imprecisa. Tem sido empregada desde o século passado para designar iniciativas de política monetária e cambial as mais diversas, de "remonetização da prata a redução de taxas de juros ou de recolhimentos compulsórios dos bancos, passando por alterações de paridade cambial e introdução de controle de câmbio" (Ramalho, 1993b, p. 536). Observação semelhante aparece no conhecido texto de Gurley (1953, p. 77) sobre as reformas monetárias européias de 1944 a 1952: "The expression 'monetary reform' has been used in the literature to describe a variety of monetary and banking programs. In this paper, however, it refers to those particular measures that reduced, or partially blocked for periods ranging from a few days to several years, the large liquid assets holdings of households and business". No Brasil chegou-se a designar como reforma monetária alguns casos de troca de denominação da moeda ou corte de zeros, associados ou não com mudanças em regras de indexação, como o Plano Cruzado de 1986.

Ramalho (1993b, p.536) propõe a expressão "confiscos monetários", sob o argumento de que esses programas representam de fato um confisco de valores da população pelo Estado, mesmo quando incluem compromisso explícito de devolução ou liberação, "pois economicamente os legítimos donos são privados (inteiramente ou ao menos em grande extensão) do domínio e do usufruto de seus fundos". Para a análise e a caracterização de um programa específico, porém, não é irrelevante que inclua ou não o propósito de confiscar valores e repudiar obrigações. No Plano

Collor, por exemplo, a preocupação de afastar a imagem de confisco contribuiu para definir alguns aspectos essenciais do programa. Por outro lado, embora quase sempre haja desvalorização nominal dos haveres atingidos pelo bloqueio (por meio de regras discricionárias para a liberação de saldos retidos ou para a conversão ao novo padrão monetário), houve casos em que o bloqueio limitou-se à retenção temporária de alguns depósitos ou à exigência de troca ou carimbo de determinadas cédulas, sem alteração de valor nominal. Estes casos reforçam o caráter mais amplo da expressão bloqueio da liquidez.

Embora programas com bloqueio da liquidez possam incluir medidas destinadas à desvalorização real de haveres financeiros, o conceito de bloqueio da liquidez exclui os casos em que as medidas se limitam a este objetivo. Não sendo assim, o conceito se tornaria impreciso e de pouca utilidade, pois estaria abrigando desde efeitos de variações de preços relativos com inflação muito baixa, até casos de inflação prolongada e muito alta, em que haveres monetários são muitas vezes desvalorizados em escala superior à de muitas iniciativas de bloqueio da liquidez. Em situações assim, vale lembrar, não há indexador eficaz o bastante para preservar rigorosamente o valor real dos títulos indexados, mesmo que a autoridade responsável esteja sinceramente empenhada em fazê-lo. Casos de subestimação intencional do indexador com o propósito deliberado de corroer o valor real de obrigações e contratos<sup>1</sup> também devem ser excluídos do conceito de bloqueio da liquidez, porque este designa especificamente os casos em que é suspenso ou limitado o acesso à liquidez, excluindo aqueles em que há desvalorização real dos haveres sem alterações no direito dos seus titulares de utilizá-los livremente.

O conceito de bloqueio da liquidez também se diferencia dos casos em que há apenas imposto de capital ou conversão forçada da dívida pública<sup>2</sup>. Embora nas experiências concretas comumente se sobreponham medidas ligadas a estes dois propósitos, o bloqueio da liquidez tem a singularidade de estar voltado no

---

<sup>1</sup> Esta prática foi utilizada recorrentemente no Brasil na segunda metade dos anos setenta e nos primeiros anos da década seguinte (Zini, 1993, p. 318-328), antes portanto dos choques heterodoxos. Como seria de se esperar, as autoridades não admitiram que as suas iniciativas tivessem qualquer objetivo de desvalorizar valores indexados.

<sup>2</sup> A conversão voluntária da dívida pública era prática comum até os primeiros anos do século XX, na forma de uma iniciativa do governo devedor de resgatar antecipadamente seus títulos (cláusula contratualmente prevista) e substituí-los simultaneamente por outros, em condições mais vantajosas para si mas que deveriam também parecer vantajosas para os credores, por respeitarem as expectativas prevalecentes no momento (De Cecco, 1990, p. 263-4). A conversão forçada ou compulsória, ao contrário, é entendida como uma iniciativa unilateral do credor, impondo alterações contratuais nos títulos, à revelia de seus detentores.

essencial para objetivos de natureza monetária, embora quase sempre incluam também objetivos fiscais, quase sempre melhor atendidos pelo bloqueio do que os objetivos monetários.

O imposto de capital usualmente pretende gerar uma receita fiscal específica para financiar gastos públicos extraordinários (em casos de guerras e outras calamidades) ou objetivos políticos e sociais de grande relevância (caso do imposto de capital para custear a montagem do estado independente tchecoslovaco em 1919) e em geral se propõe a alcançar o conjunto da riqueza existente, incluindo ativos físicos e financeiros.<sup>3</sup> Neste sentido é fácil distingui-lo do bloqueio da liquidez, embora na prática o bloqueio quase sempre inclua formas de imposto de capital, explícitas ou não.

A conversão compulsória de dívida pública mobiliária tende a ser uma forma de bloqueio, por implicar a suspensão do direito à liquidez dos papéis que estão sendo objeto das medidas ou de ativos financeiros com que estes papéis públicos são financiados pelos bancos. Em casos assim, deve-se ainda buscar esclarecer se as medidas se orientam por objetivos predominantemente fiscais ou monetários. O elemento distintivo da conversão forçada é a ênfase fiscal, o que deveria levar à concentração das medidas nos títulos da dívida pública. Porém, caso estes títulos sejam o lastro principal de depósitos bancários e de outras aplicações financeiras, esta linha divisória perde nitidez. No caso do Plano Bonex argentino o objetivo fiscal predominava, mas a forma concreta que o bloqueio assumiu foi determinada pela necessidade de impedir uma corrida contra o sistema bancário, ou seu colapso por falta de fundos.

Assim, é possível afirmar que a maior parte dos casos de bloqueio da liquidez contém elementos de imposto de capital, ou é também imposto de capital (pelo repúdio ou desvalorização de títulos públicos ou pela queda da remuneração permitida pelo bloqueio), e em geral estão presentes elementos de conversão forçada da dívida pública.

Embora se mostre incapaz de estabelecer diferenciações claras ou regras universais, o esforço de caracterizar os diferentes objetivos que podem estar presentes nos bloqueios da liquidez é indispensável para a análise das experiências concretas. Cada uma delas só pode ser compreendida mais profundamente pela identificação dos seus objetivos básicos, muitas vezes

---

<sup>3</sup> Ver a respeito o estudo de Eichengreen (1990).

difíceis de identificar à primeira vista. Geralmente cada bloqueio inclui vários objetivos, e é bastante comum que o controle da inflação não seja o principal dentre eles.

A história dos bloqueios da liquidez mostra duas ondas em nosso século (Ramalho, 1993b, p. 535), localizadas no período seguinte às duas grandes guerras mundiais. Teria havido na história muitos outros casos de bloqueio, repúdio e desvalorização compulsória de dinheiro e de títulos, mas as referências não permitem saber se foram bloqueios de liquidez ou outros tipos de medidas monetárias.<sup>4</sup> Os dois episódios latino-americanos do final dos anos oitenta, na Argentina e no Brasil, aparecem como casos isolados.

No primeiro pós-guerra, o bloqueio de liquidez esteve ligado aos problemas decorrentes da dissolução de grandes Estados multinacionais, em especial o Império Austro-Húngaro. Os novos países defrontavam-se com variadas dificuldades econômicas, dentre elas a falta de controle sobre o meio circulante, formado basicamente por coroas austríacas, aceitas até então nas várias regiões do império agora independentes. Dos primeiros meses de 1919 até o início de 1920, os novos Estados exigiram que as cédulas fossem carimbadas ou seladas (em alguns casos, por mais de uma vez), de forma a limitar e controlar a oferta de moeda dotada de curso legal em cada país (Ramalho, 1993b, p. 539-541).

Em alguns casos, a troca de cédulas foi acompanhada por típicas medidas de bloqueio. O episódio mais conhecido é o da Tchecoslováquia, em fevereiro de 1919.<sup>5</sup> Através de lei aprovada em sessões secretas, a Assembléia Nacional determinou que, na entrega para selagem, seria devolvida apenas metade do valor das cédulas, ficando retida a outra metade, rendendo 1% ao ano, sob promessa de futura devolução e de poder ser utilizada no pagamento de um futuro imposto de capital. Foi também bloqueada a metade das contas correntes e dos títulos do antigo Tesouro Austro-Húngaro no país. Para aumentar a eficácia da medida foi suspenso totalmente o deslocamento de pessoas e objetos nas fronteiras da Tchecoslováquia, inclusive o correio, de 26/2 a 9/3 de 1919.

---

<sup>4</sup> Klopstock (1946, p.578-579) afirma que, para a compreensão dos programas em curso na Europa entre 1944-1946, a história das reformas monetárias oferece poucos precedentes, ou mesmo nenhum.

<sup>5</sup> Ramalho (1993b, p. 541) cita ainda medidas de bloqueio na Áustria, Polônia, Hungria e Grécia, algumas das quais logo suspensas e outras repetidas mais de uma vez, sempre sem sucesso no controle da inflação.

Os resultados não corresponderam ao desejado. Além dos problemas com a falsificação dos selos, a crise de liquidez obrigou o governo a devolver boa parte do dinheiro bloqueado (Ramalho, 1993b, p. 540) e a moeda continuou se depreciando.<sup>6</sup> A quantidade de coroas tchecas subiu rapidamente até meados de 1920 e o câmbio depreciou-se continuamente, caindo de 6,135 centavos de dólar por coroa em fevereiro de 1919 para 0,975 centavo de dólar em fevereiro de 1920 (Sargent, 1982, p.85-89).

A segunda onda começou nos anos finais da Segunda Guerra Mundial, com bloqueios da liquidez na Tunísia e na Córsega, em 1943, e na Bélgica, em outubro de 1944, sendo este o primeiro caso a alcançar repercussão significativa. No total teriam sido 24 episódios europeus, por vezes mais de um por país, além de dois eventos asiáticos conhecidos (Japão, 1946; China, 1948). Apesar de sua grande diversidade, algumas características comuns à maior parte destes programas permitem distingui-los dos bloqueios do pós-guerra anterior, das estabilizações dos anos vinte e também das "hiperestabilizações" que derrotaram as graves hiperinflações do segundo pós-guerra, na Hungria, na China e em Taiwan (Llach, 1990).

A principal peculiaridade dos bloqueios do segundo pós-guerra, então designados como reformas monetárias, era o fato de enfrentarem um quadro de inflação reprimida. Em alguns países, este quadro decorria da combinação entre um rigoroso controle de preços durante o conflito, ou desde anos antes, com um aumento vertiginoso da oferta de moeda, sobrepondo-se às vezes moedas de diferentes emissões (do ocupante alemão, de governos títeres e do governo anterior à guerra). Em casos mais dramáticos, tratava-se mesmo de hiperinflação reprimida: os preços permaneciam estáveis nos mercados legais, mas a moeda perdera quase inteiramente o seu valor, subsistindo apenas como meio de conta para registros legais.

O largo desenvolvimento do escambo e o uso generalizado de moeda estrangeira e de outras moedas substitutas caracterizou a Alemanha nos anos da ocupação, a partir de 1945. Durante a guerra a renda nacional caíra cerca de 75%, mas o

---

<sup>6</sup> Embora aponte a Tchecoslováquia como o grande destaque na estabilização monetária naquele momento, ressaltando que ali se aplicou "immediately after the war (...) the conservative fiscal and monetary policies its neighbors adopted only after their currencies had depreciate radically", Sargent (1982, p. 85-89) não faz mais que uma referência muito ligeira ao bloqueio: "As part of the stamping process, the government retained part of the notes in the form of a forced loan". Sua atenção se concentra nos efeitos da lei que fixou limites para a emissão de moeda e para o financiamento monetário do governo, aprovada em abril daquele mesmo ano.

papel-moeda em circulação e os depósitos bancários cresceram cinco ou seis vezes, com preços e salários congelados nos níveis de 1936 (Ramalho, 1993a, p.279; Dall'Acqua, 1990, p. 142-144). O excesso de moeda era muito concreto e justificava o temor de uma explosão inflacionária para ajustar a disparidade entre preços e saldos monetários, pois os valores nominais tinham perdido quase inteiramente seus vínculos com a realidade.

Por isto mesmo, os programas deste período foram designados como profiláticos, como medidas preventivas contra o risco de violentos surtos inflacionários que consumissem os saldos monetários excedentes, embora na maioria deles a inflação seguisse muito baixa (Klopstock, 1946, p. 579).

A percepção que se tinha do problema na época aparece no debate ocorrido no Japão por volta de 1948. Dois anos antes, em fevereiro de 1946, o bloqueio da liquidez teve seus efeitos rapidamente revertidos pelo descontrole da emissão de moeda nos meses seguintes, devido a fortes pressões fiscais, seguindo-se nova aceleração inflacionária. Com o programa alemão de 1948, cresceu a apreensão quanto ao risco de novo bloqueio, alternativa muito criticada sob o argumento de que a inflação do pós-guerra já consumira o excesso de moeda. Referindo-se à situação da Alemanha para sustentar a inconveniência de programa semelhante no Japão de 1948, escreveu Miyata (1953, p.28): "Moreover this excess and maldistribution of purchasing power encouraged the rise of black market prices, and made it difficult for people to maintain their living by the legitimate route of supply under official prices. The function of currency was lost and the barter system in black markets did harm the production itself. While the currency was excessive, the government tried to maintain the official price of staple commodities and the rate of foreign exchange to pre-war level by strict control. Only under such objective circumstances, that official prices and the official rate of exchange were kept unchanged in spite of the increase of currency and the rise of black market prices, it was possible to put into practice successfully the device of reducing the face value of currency". Torres (1983, p.34) argumenta na mesma linha: "O caso japonês era muito diferente. A massa monetária havia se expandido 129 vezes entre o início da guerra e o final de 1948, enquanto o nível de preços crescera 139 vezes. Numa situação como esta, uma reforma monetária do tipo da implementada na Alemanha, ao invés de corrigir desequilíbrios, teria criado outros piores, como a deflação e o desemprego".



A maioria dos programas com bloqueio da liquidez na Europa desse período teve por objetivo "to dampen without delay the inflationary pressures on prices and wages which appeared in force throughout Europe during the early years of the post-war period. It was generally expected that the reduction or partial blocking of liquid assets would achieve this end by reducing aggregate demand for goods and services, increasing incentives toward work, and decreasing the hoarding of goods" (Gurley, 1953, p. 88).

Além de conter a demanda, esses programas estavam voltados para um problema específico do pós-guerra na Europa: expandir a oferta de bens e serviços, aumentando os incentivos ao trabalho e reduzindo a retenção de produtos. O enorme aumento dos saldos monetários com poder de compra muito baixo tinha reduzido o incentivo ao trabalho a níveis ínfimos. De pouco servia receber um pouco mais de dinheiro sem poder de compra. Era mais rentável dispor de próprio tempo para sair à cata de "oportunidades" de gastar os saldos já disponíveis em troca de bens que não se encontravam nos mercados "legais". A oferta nestes mercados era a mínima possível. Produtores e comerciantes preferiam esconder as mercadorias e só vendê-las em troca de dólares ou outros bens, mesmo que fosse preciso esperar algum tempo. Com a generalização dos programas com bloqueio da liquidez em outros países e a expectativa de algo semelhante a qualquer momento, caía ainda mais o incentivo à venda de produtos e ao trabalho em troca da moeda de curso legal.

Em alguns casos do pós-guerra europeu, o bloqueio da liquidez não estava direcionado para objetivos antiinflacionários. O que se buscava de fato era identificar os ativos acumulados nos anos anteriores, para punir atividades criminosas e de colaboração com os países inimigos e preparar um *capital levy* abrangente. Em outros, o bloqueio pretendia obrigar os detentores de grandes saldos monetários a apresentá-los e justificar sua posse, ou apenas evitar a repatriação de cédulas ou títulos que haviam sido mandados para fora do país em algum momento anterior. Em alguns países, somava-se ainda o peso de grandes dívidas acumuladas pelo governo nacional ou por governos títeres e que se pretendia cancelar ou repudiar.

A enumeração desses objetivos variados demonstra que os programas europeus daquele momento enfrentavam problemas específicos, ligados às peculiaridades da Segunda Guerra Mundial, como a ocupação prolongada de vários países, a constituição de governos títeres por longos anos, a rendição incondicional e a ocupação das potências vencidas por um longo período. Assim, apesar das muitas

particularidades que os vários programas apresentam, pode-se falar de uma natureza comum a eles, que os diferencia dos bloqueios dos anos 20 e também das estabilizações sem bloqueio ocorridas em outros momentos.

Os programas com bloqueio da liquidez nesse período tiveram muito sucesso no enfrentamento dos problemas característicos do momento, mas produziram resultados modestos ou desprezíveis em termos de combate à inflação e estabilização monetária propriamente dita. As dificuldades no combate à inflação foram agravadas, em alguns casos, por problemas que não podiam ser equacionados pelo bloqueio da liquidez, como a fragilidade fiscal do governo numa situação de fortes demandas da sociedade. Políticas voltadas para objetivos diferentes ou mesmo contraditórios com a estabilização imediata foram por vezes implementadas em paralelo ao bloqueio, como a expansão acelerada do crédito para estimular o soerguimento da economia ou para reduzir o descontentamento e as privações da população vitimada pela guerra. Foi freqüente a liberação muito ampla e rápida dos fundos retidos.

Embora o bloqueio da liquidez tenha se mostrado pouco eficaz para alcançar a estabilização naquelas circunstâncias, argumenta-se que, em boa parte dos casos, as medidas de retenção dos haveres financeiros foram uma pré-condição indispensável para a aplicação posterior das políticas convencionais, especialmente nos casos em que se haviam deteriorado acentuadamente o incentivo ao trabalho e o funcionamento dos mercados (Gurley, 1953, p. 99-100).

O caso de maior destaque, a Alemanha de 1948, deve grande parte de seu sucesso à recuperação imediata dos incentivos ao trabalho e à venda legal de mercadorias, com o que a produção e o comércio se recuperaram de forma rápida e vigorosa. Na prática, houve de fato um expressivo programa de aumento da demanda por moeda e de expansão da atividade produtiva. Já nos meses seguintes a emissão de moeda ameaçava escapar ao controle e se constatava a presença de fortes pressões inflacionárias.<sup>7</sup>

A comparação com os bloqueios da liquidez nos dois pós-guerras ressalta as peculiaridades das experiências latino-americanas do final dos anos oitenta,

---

<sup>7</sup> Sessenta dias depois da troca de moeda os preços estariam subindo a taxas de 10% ao mês (não havia índices de preços precisos). Formou-se um consenso de que a oferta monetária estava crescendo com excessiva rapidez, principalmente pela rápida e vigorosa expansão do crédito bancário. As autoridades demoraram a reagir, possivelmente pelo interesse de favorecer a recuperação das indústrias de base, especialmente deprimidas pela impossibilidade de burlar os controles de preços na fase anterior. Apenas quatro meses depois da reforma passou-se a uma política monetária restritiva, que conseguiu controlar a inflação e sustentar a recuperação econômica. Ver a respeito: Emmer, 1955, p.55-58; Gurley, 1953, p.92-93; Klopstock, 1949, p.286; Lutz, 1949, p. 129-134).

o Plano Bonex argentino e o Plano Collor brasileiro, separadas por um intervalo de apenas dois meses e meio.

O chamado Plano Bonex<sup>8</sup>, anunciado em 28/12/1989, determinou que todos os depósitos a prazo fixo, títulos da dívida pública interna e depósitos obrigatórios de instituições financeiras no Banco Central argentino fossem convertidos compulsoriamente, em 1/1/1990, em Bonos Externos (Bonex), títulos da dívida pública argentina com dez anos de prazo e rendimento atrelado à *libor*. A conversão seria ao par, na taxa de 1.830 austrais por dólar, inferior à cotação do mercado paralelo no momento, da ordem de 1.950 a 2.000 austrais por dólar. Juros devidos a partir de 28/12 não seriam considerados. Titulares de depósitos a prazo poderiam retirar até 1 milhão de austrais, pouco mais de US\$ 540 dólares pelo câmbio de 1.950 austrais, ou US\$ 740 pelo câmbio paralelo do começo de janeiro (1.350 austrais). Nas semanas seguintes foram permitidos saques para pagamento de salários e obrigações previdenciárias. Moeda manual e depósitos à vista e de poupança nada sofreram. Foram suspensos temporariamente os depósitos a prazo nos bancos.

Embora não haja documentos oficiais apresentando o Plano Bonex, é certo que a conversão forçada dos haveres financeiros na Argentina do final de 1989 tinha objetivos prioritariamente fiscais. Segundo um documento do Ministério da Economia (República Argentina, s/d, p.14-15), a conversão pretendia "evitar la repetición de um processo altamente costoso", erradicando "la refinanciación del déficit cuasifiscal a muy corto plazo y a tasas de interés reales fuertemente positivas, sobrevaluadas por las negativas expectativas de los mercados", além de "atender simultáneamente la mayor demanda de activos en divisas del setor privado". Para justificar a conversão forçada, acrescenta: "Ante la alternativa de pagar con hiperinflación o refinanciar con estabilidad, el Estado opta por la política de estabilidad monetaria que mejor preserva los intereses generales".

O programa teve que assumir, contudo, a forma de bloqueio da liquidez de boa parte dos haveres financeiros, pois a maior parte dos títulos da dívida pública estava em poder dos bancos e era financiada junto ao público pela emissão de depósitos a prazo. "Para neutralizar la corrida contra los bancos y evitar

---

<sup>8</sup> Mantém-se aqui a palavra "plano" para designar o Bonex, apesar de ser discutível sua adequação a este caso, pois não havia um "plano" preparado com antecedência, embora já tivessem sido tomadas medidas de reprogramação de vencimentos e outras restrições à liquidez dos títulos públicos nos meses anteriores, como se verá adiante. Junto com o bloqueio foram anunciadas também algumas medidas de natureza fiscal, quase todas voltadas para controle dos gastos, insuficientes para caracterizar um efetivo "programa" de estabilização.

el quiebre del sistema financiero, conjuntamente con la necesidad de disminuir el peso de la deuda interna, en enero el nuevo equipo procedió a apropiarse de los depósitos a plazo fijo del sistema financiero - de los particulares y de entidades financieras en el Banco Central. Esos depósitos debían ser restituidos por títulos públicos de la deuda externa. Este plan conocido como 'Plan Bonex' posibilitó una reducción sustantiva del déficit cuasifiscal" (Durán e Collar, 1995, p. 20).

A conversão foi decidida em meio aos tumultos do segundo surto hiperinflacionário argentino, deflagrado pelo "choque" de 10/12/1989, com a desvalorização cambial de 53% e o anúncio de que os vencimentos de títulos do Tesouro seriam reprogramados para dois anos, além de um "tarifaço" de 60% a 70%. O dólar paralelo saltou de imediato 40% sobre a nova cotação oficial e a inflação semanal atingiu 20% a 25%. Alguns dias depois, em 18/12, o novo ministro da Economia suspendeu todos os controles de preços, anunciou a livre flutuação do câmbio e declarou enfaticamente que seriam respeitados os haveres financeiros em austrais, podendo-se inclusive, caso a situação fiscal permitisse, adiantar o pagamento dos títulos reprogramados na semana anterior.

O novo pacote derrubou o dólar paralelo só por alguns dias e a inflação não caiu. Os juros dispararam, agravando o problema da dívida interna. Espalhou-se que o governo estudava a livre conversibilidade com fixação do câmbio, o que demandaria forte desvalorização cambial para ajustar a base monetária ao volume de reservas do BC. A ameaça de uma abrupta corrida bancária crescia com estas conjecturas, levando o público a procurar desfazer-se dos haveres financeiros em austrais. Os bancos não conseguiam renovar os depósitos a prazo, mesmo com a oferta de juros muito altos, acima de 100% ao mês. Em 26/12 o dólar subiu 30% num só dia (Heymann, 1990, p. 22).

Embora não houvesse uma corrida bancária na forma de saques em massa, a crescente dificuldade para a renovação dos depósitos a prazo implicaria de fato, e rapidamente, o repúdio da maior parte da dívida pública e sua monetização. Os bancos só podiam resgatar os depósitos a prazo resgatando seus depósitos compulsórios no BC e liquidando suas posições em títulos do Tesouro, rubricas que absorviam a maior parte dos seus ativos.<sup>9</sup> A decisão de bloquear os depósitos

---

<sup>9</sup> Em 28/12 havia cerca de US\$ 3,5 bilhões em depósitos a prazo, dos quais 54% recolhidos ao BC, 15,6% aplicados em títulos públicos e 30,4% em empréstimos, segundo Canavese (1992, p. 16).

decorreu da crescente desconfiança de que a ameaça iria se concretizar nos últimos dias do ano e foi adotada sob pressão dos acontecimentos.

Os sucessivos episódios de desconfiança vinham se caracterizando cada vez mais por um desejo não apenas de fugir da moeda nacional, mas de colocar a riqueza fora do alcance do BC, ou seja, fora do sistema bancário doméstico. O resultado óbvio era o encurtamento do prazo das aplicações financeiras e a busca de maior facilidade para reorientar os portfólios com rapidez, assim que surgiam sinais de risco. Essa tendência foi acentuada com as tentativas de reprogramar ou converter voluntariamente a dívida pública,<sup>10</sup> ainda antes do pacote de 10/12/1989 que tanto contribuiu para detonar o segundo surto hiperinflacionário.

Havia consciência crescente de que o endividamento público se tornara insustentável, inclusive pelos efeitos cada vez mais perversos da instabilidade macroeconômica. Os picos de alta da inflação geravam efeito reducionista cada vez menor sobre o estoque de dívida, dado o volume crescente de títulos vinculados ao dólar. Os momentos de queda da inflação, ao contrário, faziam a dívida crescer bastante. O BC era levado a ampliar a venda de títulos e o requerimento de reservas dos bancos, pois era preciso frear os efeitos da rápida monetização provocada pela volta de recursos atraídos pelos juros elevados e pelas expectativas de alguma estabilidade do câmbio a curto prazo.

A origem do problema residia no agravamento da crise fiscal e nas implicações da crise cambial do começo dos oitenta. Com a dificuldade crescente para se financiar por emissão monetária ou venda de títulos longos, o governo passou a ampliar os recolhimentos compulsórios sobre reservas e depósitos dos bancos. Os bancos tomavam depósitos a prazo, em geral de sete dias, mas ia quase tudo para o BC, como recolhimentos obrigatórios, pelos quais o BC pagava aos bancos uma remuneração vinculada aos juros de mercado.<sup>11</sup> Os juros altos, utilizados como instrumento de política monetária, aumentavam a dívida pública de forma insustentável. Entre o Plano Bunge y Born, que encerrou o primeiro surto hiperinflacionário, e o final de 1989, a dívida pública saltou de US\$ 2 bilhões para US\$ 7 bilhões (Llach, 1990, p. 36).

O bloqueio provocou importante redução dos haveres financeiros. Em janeiro o M<sub>3</sub> teve queda real de 60%, mas no M<sub>1</sub> a redução real foi de apenas 15%, devido ao saque dos austrais liberados e que até então estavam em depósitos a prazo.

---

<sup>10</sup> Ver, por exemplo, Murphy (1991, p. 70).

O dólar paralelo recuou 30% no começo de janeiro, depois de ter subido quase 100% a partir de 10/12. A inflação desacelerou bruscamente, com a taxa de crescimento semanal dos preços ao consumidor despencando de 25% para quase zero no final do mês.

Há poucas informações sobre os fatores que influenciaram a evolução da oferta monetária após a conversão. Segundo Murphy (1991, p. 72), houve grande liberação de depósitos das empresas para pagamento de salários e impostos e ficaram "dentro do refinanciamento forçado principalmente os médios e pequenos poupadores". E acrescenta que os grandes depositantes tinham parcela expressiva de seus recursos fora do sistema bancário doméstico, embora muitos deles, confiando que uma possível conversão forçada não seria tão ampla, continuavam carregando títulos e bônus de dívida pública em austrais. Um documento oficial (República Argentina, 1993, p. 15) refere-se a fatores de expansão monetária durante 1990, mas sem esclarecer sua distribuição ao longo do ano: compra de US\$ 4,2 bilhões de divisas, financiamento do BC ao Tesouro, redesconto a bancos estatais, desequilíbrios fiscais em organismos descentralizados e empresas.

O surto hiperinflacionário retomou força no começo de fevereiro (a variação semanal dos preços ao consumidor superou 35%). Confiando que os fundamentos do processo inflacionário haviam se alterado de forma muito substantiva, o governo promoveu novo "tarifaço", de 97%.<sup>12</sup> Apenas em março a hiperinflação foi de fato contida, por meio de uma forte pressão do BC para o enquadramento dos bancos às exigências de recolhimentos já estabelecidas, o que os levou a liquidar divisas em grandes volumes, gerando um excesso de oferta no mercado cambial.<sup>13</sup> A inflação permaneceu na faixa de 10% a 15% ao mês até o final de 1990.

---

<sup>11</sup> A este respeito, ver: Arce (1993, p. 87); Canavese (1992, p. 12-13).

<sup>12</sup> "La reacceleración del dólar y de los precios a partir de la primera semana de febrero parece haber sido detonada por el 'tarifazo' de 97% anunciado a principios de este mes. Tal medida fue adoptada esperando que no tuviera impacto inflacionario. Estas expectativas se fundaron en dos ideas: i) que los determinantes del tipo de cambio flotante se encontraban en el mercado monetario y que, en consecuencia, el *shock* de tarifas públicas debía actuar positivamente sobre sus *'fundamentals'* (incluyendo las expectativas de los operadores); ii) que el grado de dolarización de los precios era tan alto que las decisiones de precios resultaban poco sensibles a otros señales. Una de las dos hipótesis (probablemente ambas) resultó sin dudas gruesamente errada" (Damill e Frenkel, 1991, p. 49-50).

<sup>13</sup> As medidas de março de 1990 são descritas assim por Damill e Frenkel (1991, p. 39-40): "El gobierno respondió a la suba del tipo de cambio y de los precios con una fuerte restricción monetaria, exigiendo a los bancos, que perdían depósitos, la cancelación de redescuentos por iliquidez concedidos en los meses previos, y fijando límites estrechos para el endeudamiento de las entidades financieras con el Banco Central. Se produjo entonces un hecho significativo y novedoso (particularmente en ausencia de un plan de estabilización consistente): presionados por el gobierno para encuadrar sus cuentas dentro de las regulaciones establecidas por la autoridad monetaria, los bancos liquidaron divisas (o forzaron a su vez a sus clientes a cancelar créditos) y se produjo, al inicio de marzo, un exceso de oferta en el mercado cambiario. Si hasta aquí, a lo largo de sucesivos episodios, la política monetaria se había revelado ineficaz para incidir sobre el curso

O Plano Bonex não conseguiu controlar a inflação e não impediu a ocorrência de um novo surto hiperinflacionário quando as autoridades tentaram operar a política econômica com maior liberdade. Não está claro em que medida a "estabilização" de março pode ser creditada a efeitos positivos do Plano Bonex. Ainda assim, em termos de estabilização da moeda, o que o bloqueio da liquidez conseguiu na Argentina de 1990 foi encerrar os surtos hiperinflacionários e restabelecer um quadro de inflação elevada, mas estável.

O principal efeito positivo do Plano Bonex apareceu nas finanças públicas, com a virtual eliminação dos problemas que a elevada liquidez e as precárias condições de financiamento da dívida interna colocavam para a condução da política econômica. "The monetary reform turned successfully all public debt into bonds and also rescheduled maturities and interest rates. Maturities were extended from only seven days to ten years and interest were reduced to the LIBO rate but all debt was now linked to the dollar. (...) From the point of view of the Treasury the payment of interests on public debt for the whole of 1990 was reduced in 4,8% of GDP" (Canavese, 1992, p. 16).

O alívio representado pela drástica redução dos gastos com juros é um dos motivos para se vincular o sucesso do Plano Cavallo, de 1991, aos efeitos do Plano Bonex. A conversibilidade teria sido bem mais difícil sem equilíbrio fiscal. "The monetary reform made through the Bonex plan put the economy at the border of a complete dollarization and made unavoidable to enter a convertibility scheme if the domestic money was to be saved but, the same reform, turned possible to equilibrate fiscal accounts by a sharp reduction in interests due on public debt in the very short run" (Canavese, 1992, p.19-20).

---

del tipo de cambio - libre o paralelo, según el momento - , en este caso, operando sobre los bancos al borde de la quiebra, forzados por las regulaciones institucionales a 'demandar dinero', la acción del Banco Central contribuyó a contener la burbuja cambiaria".

- Pegar resultados fiscais da Argentina pré e pós Bonex
- Descrever melhor quadro macro antes e depois, e não apenas conjuntural
- Descrever o que houve em janeiro-fevereiro e depois em março



Não se deve concluir que o bloqueio da liquidez tenha falhado inteiramente, que não tenha conseguido facilitar a tarefa de programas de estabilização posteriores. Destaca-se neste sentido a área fiscal, em que as medidas de março de 1990 geraram um alívio prolongado, embora insuficiente para sustentar por si mesmo um programa exitoso de combate à inflação. A melhoria das contas públicas a partir do Plano Collor facilitou a preparação do Plano Real, embora o fator decisivo para seu êxito tenha sido a radical transformação do quadro externo.

Contudo, excetuando-se a redução dos encargos da dívida pública, apenas parte dos resultados favoráveis obtidos na área fiscal deve ser creditada ao bloqueio da liquidez. Os ganhos na arrecadação tributária decorreram de medidas que poderiam ser adotadas sem o bloqueio, da mesma forma que as providências para a redução das despesas.

De forma geral, portanto, o bloqueio não foi capaz de resistir às tensões decorrentes destas restrições e não tinha como eliminá-las ou contorná-las a partir dos seus próprios efeitos. Ficou demonstrado que, "nas condições da economia brasileira, uma reforma monetária em si não conduzirá nem à estabilização nem ao crescimento" (Braga, 1992, p. 114). É certo que o bloqueio teria condições de êxito muito melhores se não houvesse tantos e tão fortes constrangimentos. Neste caso, porém, seria bem menos justificável a adoção de medidas tão radicais quanto as de março de 1990, pois seria maior a possibilidade de sucesso de programas menos traumáticos.

O Plano Collor teve desempenho assemelhado ao da maioria dos programas com bloqueio da liquidez em outros países: pouca eficácia na estabilização monetária e efeitos relevantes em outras questões. Nas experiências anteriores, os resultados antiinflacionários alcançados pelos bloqueios da liquidez foram em geral modestos. A hiperinflação foi controlada na Argentina de 1990, mas não de imediato, e a inflação elevada perdurou por mais de um ano. Nos programas ocorridos na Europa e na Ásia depois das duas grandes guerras, os bloqueios viabilizaram objetivos variados, mas poucas vezes a estabilização monetária esteve entre eles. Houve exceções, em especial a Alemanha de 1948. Neste caso, porém, o sucesso do bloqueio vinculou-se diretamente à rápida e intensa elevação

da atividade econômica e da oferta de moeda, que passara a ser confiável. Um programa de rápida e intensa remonetização e crescimento acelerado, porém, era exatamente o oposto do que se pretendia no Brasil de 1990.

A concepção do Plano Collor não foi influenciada pelos programas que incluíram o bloqueio da liquidez no passado. Contudo, a proposta de bloqueio da liquidez no Brasil de 1990 não surgiu do nada, não foi uma fórmula inventada ao acaso, sob pressão de um momento muito difícil. As raízes do bloqueio se encontram no debate econômico brasileiro da segunda parte dos anos oitenta, na discussão sobre as causas do malogro dos três choques do governo Sarney e sobre as dificuldades para o controle da inflação. Além do problema da remonetização em desinflações abruptas, o Plano Collor foi diretamente influenciado pelas preocupações quanto às implicações da dívida pública mobiliária e da elevada liquidez dos haveres financeiros, ou moeda indexada.

A experiência do bloqueio demonstrou a enorme dificuldade e mesmo a impossibilidade de se separar a moeda especulativa e a moeda necessária ao giro dos negócios, dentro do conjunto formado pela moeda indexada e pela moeda convencional. É correto postular que o desejado controle da monetização falhou em grande parte por este motivo. Um dos fundamentos do Plano Collor era a convicção de que, com o bloqueio da liquidez, o BCB recuperaria o controle da oferta de moeda e poderia ordenar a remonetização de forma a separar a moeda demandada para transações e a moeda demandada para especulação.

Na concepção do programa e nas análises sobre suas dificuldades, a separação apareceu sob dois enfoques diferentes, mas com base comum. Um era quantitativo: tratava-se de dosar o volume de cruzeiros a ser introduzido no sistema, de maneira que o público tivesse acesso apenas à quantidade de moeda necessária para transações, sem provocar efeitos recessivos nem permitir movimentos especulativos. O outro enfoque era qualitativo: assegurar que a reintrodução da liquidez se desse através do "circuito industrial" e não do "circuito financeiro", de modo a impedir o restabelecimento do quadro anterior ao bloqueio.

O primeiro enfoque prevaleceu na formulação do programa e dominou as avaliações sobre suas dificuldades, geralmente atribuídas à perda do controle sobre o ritmo de crescimento da liquidez após o bloqueio. A preponderância desse diagnóstico na equipe econômica se tornou ainda mais claro no desenho da segunda fase do programa (maio a setembro), voltada toda ela para a retomada do controle quantitativo sobre a oferta de moeda e para a reversão de fatores de descontrole

da fase inicial. É o caso por excelência das pressões sobre os bancos para que cobrissem com cruzeiros débitos pendentes nas linhas de financiamento para cobertura de insuficiências em cruzados novos.

Embora tenha alcançado divulgação bem menor, ficando praticamente limitado a textos de Belluzzo e Almeida (1990,1991), o segundo enfoque é mais abrangente, inclusive por englobar o primeiro, e permite que se compreenda melhor o que se esperava da pretendida separação entre os dois tipos de demanda por moeda ou entre os dois circuitos monetários depois do bloqueio da liquidez.

Apresentando as condições para o sucesso de sua própria proposta de reforma monetária, Belluzzo e Almeida (1990, p.75) enfatizavam que "a política monetária deverá (...) garantir as provisões de moeda a partir da demanda formada pela ampliação da circulação industrial mas, ao mesmo tempo, recusar-se a sancionar pressões para que se amplie a circulação financeira, dado que o movimento financeiro nesse período terá (...) caráter eminentemente especulativo".

A tese foi retomada nas avaliações do Plano Collor. Elogiando a reforma alemã de 1948 "por ter seguido sistemática mais cautelosa de reintrodução da moeda na economia, (...) exclusivamente através dos agentes - empresas e trabalhadores - protagonistas da produção e da circulação industrial", Belluzzo e Almeida (1991, p 81-85) criticam a reintrodução da liquidez a partir de percentuais iguais para todos os titulares de ativos bloqueados em 1990, com o que se teria dotado "o circuito financeiro de uma liquidez que, em face da queda generalizada das cotações logo após o plano em todos os mercados de ativos (...), pôde ser prontamente reconstituída. (...)Implicitamente, uma outra hipótese teria sido incorporada na formulação da Reforma: através do sistema bancário seria reconstituída a distribuição da liquidez adequada ao funcionamento do sistema econômico dentro do parâmetro de oferta monetária definido *a priori*".

Para eles, o problema básico da remonetização teria sido o fato de ela não ter se realizado através da "circulação industrial", e sim do sistema bancário: "A forma (não o volume) como a moeda foi reintroduzida na economia é que, a nosso ver, geraria problemas para a preservação da estabilidade". O descontrole inicial se explicaria pela sabotagem dos bancos, interessados em restabelecer o circuito financeiro, para o que dificultavam o saque dos cruzeiros liberados para emprestá-los a juros muito altos e mantê-los na circulação financeira: "As brechas (...) foram responsáveis principalmente por problemas de distribuição da liquidez entre os circuitos industrial e financeiro; (...) salvo uma parcela

(destinada ao pagamento de salários do mês de abril), tampouco a outra parte dos recursos convertidos dirigiu-se à circulação industrial". E colocam uma alternativa, inspirada na Alemanha de 1948: os problemas operacionais "poderiam ter sido minimizados pelo governo se fixasse desde o início, como regra para desbloqueio de cruzados novos retidos, o pagamento da folha salarial de abril" (Belluzzo e Almeida, 1990, p. 81-85).

Toda essa argumentação é bastante questionável, especialmente nas condições específicas da economia brasileira do fim dos anos oitenta. A separação dos dois circuitos em economias estáveis e de elevado desenvolvimento financeiro pode ser entendida como a distinção bem delimitada entre um mercado monetário, no qual circulam recursos de liquidez alta ou quase total, e o mercado financeiro em sentido mais amplo, no qual circulam recursos de médio e longo prazo, vinculados ao financiamento da inversão produtiva.

A divisão é questionável em qualquer economia contemporânea, como defende Braga (1995, p.39): "O dinheiro na circulação financeira e na circulação industrial não mais deve ser pensado como relacionado a dois circuitos separados, como no passado, mas, ao contrário, ambos devem ser considerados como domínios altamente conexos no que tange à geração e à gestão da liquidez, com conseqüências tanto eventualmente virtuosas (produtivismo) quanto viciosas (a especulação)".

No Brasil de 1990 essa distinção não existia e era impossível criá-la com a rapidez requerida por um programa de estabilização de choque. O montante de haveres financeiros havia se reduzido bastante depois de muitos anos de inflação alta e de inúmeros distúrbios macroeconômicos. O "dinheiro de curto prazo" tornara-se praticamente o mesmo do capital de giro das empresas e da poupança dos indivíduos. Não era possível distingui-los e separá-los no movimento corrente de um sistema financeiro sofisticado e que concentrava a maior parte das transações e dos pagamentos da economia.

Estimulados pelos ganhos excepcionais propiciados pela inflação e pelo giro da dívida pública, o sistema bancário e o conjunto de instituições financeiras haviam-se sofisticado bastante, alcançando elevada capacidade de arbitragem e de transformação de haveres financeiros de acordo com suas conveniências. Qualquer dinheiro introduzido no sistema seria drenado para os bancos e usado por eles para expandir o crédito e a circulação financeira.

No Brasil da época do Plano Collor, os dois "circuitos" não se distinguiam na prática do sistema econômico. A moeda que neles circulava era a mesma. O que

poderia mudar era a motivação de cada agente econômico em diferentes momentos. Esta conclusão é reforçada quando se observa que em maio e junho de 1990, os bancos recolheram ao BCB um montante de cruzados equivalente a quase à base monetária em abril. Estes cruzados deveriam ter sido recolhidos logo após o bloqueio e não o foram, permanecendo no sistema econômico. Por aí se verifica a impossibilidade de aplicação rigorosa das regras do bloqueio. O BCB teria que ser condescendente, quisesse ou não. E teria que dosar milimetricamente a monetização, sempre com o risco de que o acúmulo de tensões e problemas nas agências bancárias precipitasse ondas de desconfiança que elevariam a demanda do público por moeda e inviabilizariam o controle rigoroso da oferta da nova moeda.

O exemplo da reforma alemã de 1948 reforça estas conclusões. A remonetização ali não se fez apenas pela liberação para pagamento de salários. Houve elevada dotação para órgãos públicos e governos subnacionais, permitindo-lhes realizar pagamentos vários e colocar o novo dinheiro em circulação com rapidez. O sistema bancário foi alimentado dessa forma, havendo forte expansão do crédito de imediato. Além disto, os bancos receberam também créditos junto ao banco central que poderiam ser usados para atender à demanda de moeda do público, já que os títulos públicos de seu ativo haviam sido cancelados.

A diferença relevante do caso alemão deve ser buscada não na oferta de recursos aos bancos, mas sim nos determinantes da demanda de crédito pelo público nos momentos iniciais do programa. Por este motivo é que a nova moeda terminou por alimentar o investimento, e não porque estivesse fora do circuito financeiro ou bancário. Produzir tal efeito sobre a natureza da demanda de crédito dos agentes econômicos estava fora do alcance da política de estabilização na conjuntura brasileira daquele momento.

A proposta de separar os circuitos e confinar a oferta de moeda ao motivo transação suporia uma intervenção rigorosa na atividade do sistema financeiro. Seria preciso, no mínimo, suspender a troca livre de reservas no mercado interbancário, regular o crédito de cada banco e impor o recolhimento compulsório de 100% do aumento de quaisquer depósitos, como sugerido por Belluzzo e Almeida (1990, p. 75). Nesse elenco de medidas reaparece o enfoque quantitativo: limitar de forma rigorosa a capacidade dos bancos de criar moeda pela expansão do crédito e manter sob controle a liquidez de cada banco, de forma a não haver saldos disponíveis para realimentar o "circuito especulativo".

O questionamento imediato a tais propostas aponta as dificuldades consideráveis que seriam colocadas para sua implementação com o quadro de descontrole e desorganização do sistema financeiro, praticamente inevitável depois de um bloqueio da liquidez preparado em segredo por um pequeno grupo, como se verificou no Plano Collor. Em março de 1990, as dificuldades dos bancos para conhecer sua própria posição de caixa dificultava o atendimento até dos resgates de cruzeiros liberados nas contas correntes. Na dúvida sobre o que estaria ocorrendo de fato em cada banco, o governo optou naquele momento por relaxar as restrições e ampliar o financiamento ao sistema bancário.

Embora esse desfecho seja o mais provável para qualquer programa com bloqueio da liquidez, para ampliar a análise da proposta admita-se a possibilidade de o descontrole ser evitado, por uma preparação eficiente ou por um desenho mais simples (sem contas movimentáveis na moeda retida, por exemplo). O problema passa a ser então o seguinte: existe uma quantidade ideal de moeda que seja pequena o bastante para impedir o surgimento de "sobras" não utilizadas para transações e, se existe, é possível mantê-lo?

Qual seria o volume ideal? Pouco mais que o verificado na primeira semana do Plano Collor e muito menos que o existente um mês depois, por exemplo. Nesse caso, seria inevitável uma forte tendência recessiva, seguindo-se vigorosas pressões pelo relaxamento das medidas, dificultando muito o gerenciamento dessa quantidade ideal de moeda e de crédito, mesmo estando o sistema bancário sob controle. Se a opção fosse o relaxamento, seria muito difícil impedir que a moeda "emitida a mais" não fosse alimentar o temido circuito especulativo.

O problema maior reside, portanto, na suposição implícita de que a economia poderia operar com um volume de moeda muito baixo, capaz de impedir a volta dos movimentos especulativos do passado sem provocar uma recessão insuportável. A experiência de março de 1990 aponta para a impossibilidade de se encontrar este "ponto de equilíbrio".

Partes consideráveis dos recursos bloqueados eram de fato moeda de transação e a economia não tinha como funcionar sem utilizá-los, mas eles eram também os recursos que alimentavam o giro do mercado financeiro, concentrado nas operações de curtíssimo prazo em que se misturavam a maior parte dos haveres financeiros da economia. Uma prova disto pode ter sido o impacto recessivo do momento inicial do bloqueio, capaz de gerar uma queda da produção inédita e brutal. Embora parte da queda deva ser atribuída a expectativas desfavoráveis

e não à escassez de moeda, a contração monetária contribuiu decisivamente para uma verdadeira paralisia dos negócios. Outra prova foi o elevado montante de cruzados que os bancos não poderiam ter recolhido, já comentado.

Assim, e paradoxalmente, se essa "separação" fosse absolutamente indispensável à estabilização, o modelo de "bloqueio da liquidez" seria pouco indicado, já que não seria capaz de produzi-la.

Pelo mesmo motivo é incorreto supor que os problemas teriam sido evitados ou reduzidos se o uso dos cruzados retidos ficasse vinculado a gastos em investimentos produtivos. Os problemas de descontrole do ritmo de remonetização inicial não seriam afetados por uma norma desta natureza. Se não fosse possível controlar o sistema bancário, haveria o retorno desordenado da liquidez; se o controle fosse possível, o BCB teria que financiar os bancos, como discutido. A economia não poderia ficar parada durante semanas, à espera de decisões de investimento, cada vez mais arriscadas se o colapso da liquidez e a paralisia dos negócios se estendesse por um período longo. Vincular as liberações às decisões de investimento, portanto, poderia ser de grande importância em um segundo momento, quando as expectativas tivessem se alterado de forma consistente, mas não no início de um programa de choque.

As dificuldades enfrentadas na segunda fase do Plano Collor, a partir de meados de maio, demonstraram que o bloqueio da liquidez não conseguira remover os obstáculos à estabilização, ou pelo menos não o fizera de forma significativa, como discutido antes.

Eram portanto exageradas as expectativas quanto ao êxito das medidas monetárias anunciadas em maio-junho, especialmente o fim da zeragem automática. A crítica à zeragem atribuía a este procedimento grande responsabilidade pelos problemas da política monetária nos anos oitenta. A divulgação do conhecido texto de Pastore (1991), logo após o bloqueio, aumentou a ênfase nesta questão. O fim da zeragem foi um dos elementos mais ressaltados no anúncio da segunda fase do Plano Collor, como sinal indiscutível de que enfim se havia recuperado a capacidade de operar livremente a política monetária.

Suspensa a zeragem no final de maio, o BCB teve que enfrentar os problemas característicos da alta inflação com expectativas instáveis. Havia uma firme demanda por moeda indexada e os bancos não tinham como atendê-la se não pudessem lastreá-la com títulos públicos que oferecessem rentabilidade compatível com os juros do *overnight*, sob pena de grandes prejuízos no seu financiamento diário.

Contudo, a nova política monetária pretendia exatamente ampliar a flutuação dos juros, de acordo com o nível de liquidez e com a demanda do público por moeda. Na prática o BCB teve de continuar atuando de forma quase ininterrupta junto às instituições financeiras, comprando e vendendo títulos públicos de suas carteiras para evitar prejuízos com as oscilações dos juros do *overnight*.

O problema que se apontava na zeragem automática estava repostado na prática. O BCB continuou operando intensamente com as instituições financeiras. Ao invés de realizar operações "compromissadas", fazia operações de compra e venda. Faltavam apenas os compromissos formais de recompra ou revenda. Na prática, porém, o sistema se apoiava no compromisso informal do BCB de regular os juros e o nível de liquidez, da mesma forma que antes. O resultado era muito próximo ao que ocorria com a zeragem automática: a cada flutuação dos juros, o BCB comprava títulos dos bancos, ou vendia novos papéis, ajustando a liquidez e reduzindo os riscos do sistema financeiro.

Confirmou-se que a zeragem automática representava pouco mais que uma adaptação da atividade prática do BCB aos problemas da política monetária em um regime de inflação elevada, expectativas voláteis e fortes pressões fiscais e cambiais (ver a respeito Carvalho, 1993, e Ramalho, 1995). A suspensão da zeragem, contudo, implicaria também a opção por um regime de política monetária que admitiria oscilações bem mais fortes dos juros nominais e reais. Nas condições de instabilidade então prevalentes, tais oscilações representavam um elemento a mais de incerteza, sem vantagens significativas em troca.

Estas reflexões tornam ainda mais difícil o questionamento sobre a existência de alternativas melhores que o bloqueio da liquidez naquelas circunstâncias. Esta discussão ultrapassa em muito os limites deste trabalho. A pesquisa desenvolvida permite apenas duas afirmações seguras neste terreno.

A primeira é de que o Plano Collor procurou enfrentar problemas reais e de equacionamento bastante difícil. A experiência dos choques do governo Sarney já o demonstrara e o debate econômico brasileiro dispensava-lhes crescente atenção. Um dos principais formuladores do Plano Real, Bacha (1995), reconheceria estes problemas anos depois, chegando mesmo a afirmar que o recurso a medidas semelhantes só pôde ser evitado pela confortável posição cambial existente em 1993-94.

A segunda é de que não bastaria uma afirmação clara do presidente eleito no sentido de que respeitaria os haveres financeiros para que os problemas se



reduzissem de forma substancial. Anos depois, Simonsen (1995, p. 110) resumiria esta convicção: "A inflação realmente se acelerou a partir do final de 1989 em decorrência da crise de confiança que se alastrou pelos títulos públicos nas proximidades da posse do novo governo. Bastava restaurar a confiança pela afirmação de que a dívida federal continuaria a ser honrada pontualmente, e a velocidade de circulação dos ativos financeiros cairia abruptamente, abrindo confortável espaço para um programa de estabilização".

Por mais convincente que fossem as declarações tranquilizadoras do novo presidente, dificilmente uma grande parte dos detentores de aplicações financeiras deixaria de desconfiar que se tratava apenas de uma jogada para evitar a corrida e o pânico ao se aproximar a posse. Os problemas eram graves e a opinião pública sabia disto. A fragilidade externa eliminava as possibilidades de haver apoio cambial para qualquer programa de estabilização. Também não havia perspectivas de ser equacionada de imediato a fragilidade fiscal e financeira do setor público. E estava bem viva a memória das derrotas sucessivas dos programas de estabilização anteriores. Declarações enfáticas de Collor poderiam ter conseguido segurar a inflação na faixa de 40% a 50% ao mês, mas não há motivos para se acreditar que se pudesse conseguir algo além de um simples adiamento dos problemas mais graves.

A demonstração de que o bloqueio da liquidez não tinha condições de resolver os problemas não teve a pretensão de responder ao inquietante questionamento sobre o que deveria ser feito naqueles momentos difíceis.

## **Conclusões**

- No caso do Bonex:
- - foi feito de sopetão, sob pressão dos acontecimentos;
- - veio na sequência de dois surtos híper e de crise prolongada, que havia desmonetizado o país, reduzindo os meios de pagamento e haveres financeiros a níveis muito reduzidos
- - e tornado os depósitos bancários quase totalmente em fonte de financiamento para-fiscal do governo

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

### TESE

- Agroanalysis*, diversos números. Rio de Janeiro, FGV/IBRE/GEA.
- Amadeo, Edward e Franco, Gustavo (1991). "Inflação e Preços Relativos no Plano Collor: Avaliação e Perspectivas". *Revista Brasileira de Economia*, 45(4), 593-609.
- Análise Financeira* (1992). *Taxas de Juros no Brasil*. Edição especial.
- Andima (s/d). "Retrospectiva 1990". Rio de Janeiro, Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, 88 p.
- Andrei, Cristian; Sampaio, Fernando A. e Novais, Luis F. (1990). "As Grandes Empresas de 1990 a 1992". São Paulo, Fundap/IESP, mimeo., nov., 138 p.
- Appy, Bernard (1993). "Questão Fiscal: Crise e Concentração de Renda". In: *Crise Brasileira Anos Oitenta e Governo Collor*. São Paulo, Instituto Cajamar, co-edição com DESEP/CUT, p. 7-82.
- Arce, Horacio (1993). "El Bimonetarismo de la Ley de Convertibilidad Argentina de 1991". *Monetaria*, ene-mar, p. 79-110.
- Arce, Horacio (1993). "El Bimonetarismo de la Ley de Convertibilidad Argentina de 1991". *Monetaria*, ene-mar, p. 79-110.
- Arida, P. (org.) (1986) *Inflação Zero: Brasil, Argentina e Israel*. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 12ª ed., 96 p.
- Arida, Persio e Lara-Resende, André (1986). "Inflação Inercial e Reforma Monetária". In: Arida (org.), *op. cit.*, p. 9-35.
- Bacha, Edmar (1994). "O Fisco e a Inflação: Uma Interpretação do Caso Brasileiro". *Revista de Economia Política*, v. 14, n.1 (53), jan./mar., p. 5-17.
- Bacha, Edmar L. (1995). "Plano Real: Uma Avaliação Preliminar". Rio de Janeiro, *Revista do BNDES*, v.2(3), jun, p. 3-26
- Baer, Monica (1993). *O Rumo Perdido. A Crise Fiscal e Financeira do Estado Brasileiro*. São Paulo, Paz e Terra, 213 p.
- Barbosa, Fabio e Giambiagi, Fabio (1995). "O Ajuste Fiscal de 1990-93: Uma Análise Retrospectiva". *Revista Brasileira de Economia*, 49(3), jul./set., p. 521-543.
- Barros de Castro, Antônio (1991). "O Plano como Resposta e Trégua". In: Faro (org.) (1991a), p. 175-179.
- BCB (1991a). *Brasil Programa Econômico*. Banco Central do Brasil, jun.
- BCB (1991b). *Estatísticas Básicas do Mercado Financeiro e de Capitais*. Banco Central do Brasil, Dinor/Deasf/Diafi.
- BCB (1991c). *Nota para a Imprensa*. Banco Central do Brasil, abril.
- BCB (1991d). *Relatório Anual de 1990*. Banco Central do Brasil, Depec.
- BCB (1992a). *Boletim Mensal*. Banco Central do Brasil, Depec, v.28,7-9, jul-set.
- BCB (1992b). *Sistema Financeiro da Habitação - SBPE. Estatísticas Básicas*. Banco Central do Brasil, Dinor/Deasf/DiHab.
- BCB (1994). *Nota para a Imprensa*. Banco Central do Brasil. jan.
- Belluzzo, Luiz G. M. e Almeida, Júlio S. G. (1990). "Crise e Reforma Monetária no Brasil". *São Paulo em Perspectiva*, 4(1), p. 63-75, jan/mar.
- Belluzzo, Luiz G. M. e Almeida, Júlio S. G. (1991). *Crise e Reforma Financeira no Brasil*. Cópia xerografada dos originais.
- Belluzzo, Luiz G. M. e Almeida, Júlio S. G. (1992). "A Crise da Dívida e suas Repercussões sobre a Economia Brasileira". In: Batista Jr., Paulo N. e Belluzzo, Luiz G. M. (orgs.), *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*. São Paulo, Paz e Terra, p. 25-50.

- Bodin de Moraes, Pedro (1988). "Keynes, Sargent e o Papel da Política Monetária em um Programa de Estabilização". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 18(1), abr., p. 145-160.
- Bodin de Moraes, Pedro (1989). "Dívida interna dá sinal de alarme". *Jornal do Brasil*.
- Bodin de Moraes, Pedro (1990a). "Política Monetária e Oferta de Crédito Durante o Plano Cruzado". *Revista Brasileira de Economia*, v.44 (1), jan./mar., p.21-33.
- Bodin de Moraes, Pedro (1990b). "A Condução da Política Monetária durante o Plano Cruzado". *Revista de Economia Política*, 10, 2(38), abr/jun, p. 33-52.
- Braga, José Carlos de S. (1992). "É Melhor Seguir o Que Deu Certo". São Paulo, *Exame*, 2/9, p. 114.
- Braga, José Carlos de S. (1995). "Economia Política da Dinâmica Capitalista". Campinas, IE/Unicamp, TD 51, set,44 p.
- Bresciani-Turroni, C. (1989) *A Economia da Inflação*. Rio de Janeiro, Expressão e Cultura, 236 p.
- Bresser Pereira, Luiz C. (1987). Pronunciamento no anúncio do plano de estabilização, em 12/6/87. In: *Revista de Economia Política*, v.8, 4(28), out/dez.
- Bresser Pereira, Luiz C. (1991). *Os Tempos Heróicos e Collor e Zélia*. São Paulo, Livraria Nobel, 98 p.
- Bresser Pereira, Luiz C. (1992) "A Lógica Perversa da Estagnação: Dívida, Déficit e Inflação no Brasil". In: Batista Jr., Paulo N. e Belluzzo, Luiz G. M. (orgs.), *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*. São Paulo, Paz e Terra, p. 91-125.
- Bresser Pereira, Luiz C. e Nakano, Yoshiaki (1991a). "Resíduo Inflacionário Pós-Congelamento e Política Monetária". In: Faro (org.) (1991b), p. 149-157.
- Bresser Pereira, Luiz C. e Nakano, Yoshiaki (1991b). "Hiperinflação e Estabilização no Brasil: o Primeiro Plano Collor". *Revista de Economia Política*, 11, 4(44), out/dez, 89-114.
- Camargo, José Márcio e Ramos, Carlos Alberto (1988). *A Revolução Indesejada*. Rio de Janeiro, Campus, 79 p.
- Canavese, Alfredo J. (1992). "Hiperinflation and Convertibility Based Stabilization in Argentina". Buenos Aires, Instituto Torcuato Di Tella, mimeo., 27 p.
- Canavese, Alfredo J. (1992). "Hiperinflation and Convertibility Based Stabilization in Argentina". Buenos Aires, Instituto Torcuato Di Tella, mimeo., 27 p.
- Carneiro, Dionísio e Goldfajn, Ilan (1991). "Reforma Monetária: Prós e Contras do Mercado Secundário". In: Faro (org.) (1991a), p.205-222.
- Carneiro, Ricardo (1987). "A Trajetória do Plano Cruzado". In: Carneiro, Ricardo (org.), *A Política Econômica do Cruzado*. São Paulo, Bienal - Editora da Unicamp, p. 1-40.
- Carvalho, Carlos E. (1992). "Liquidez e Choques Antiinflacionários". In: Batista Jr., Paulo N. e Belluzzo, Luiz G. M. (orgs.), *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*. São Paulo, Paz e Terra, p.126-203.
- Carvalho, Carlos E. (1995). "Bancos e Inflação no Brasil. Comentários depois do Plano Real". São Paulo, Fundap/Iesp, mimeo., 30 p.
- Carvalho, Carlos E. et alii (1989). "Dívida Interna e Sistema Bancário". In: *PT: Um Projeto para o Brasil*. São Paulo, Editora Brasiliense, p. 93-125.
- Castro, Paulo Rabello de, e Ronci, Márcio. (1991). "A Equação Monetária: O Equívoco Central do Plano Collor". In: Faro (org.) (1991a), p. 232-237.
- Cysne, Rubens P. (1991). "Plano Collor: Contrafactualidade e Sugestões sobre a Condução da Política Monetária Fiscal". In: Faro (org.) (1991a), p. 382-395.

- Dall'Acqua, Fernando M. (1990). "A Reforma Monetária de 1948 na Alemanha". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 20(1), abr., 141-160.
- Dall'Acqua, Fernando M. (1990). "A Reforma Monetária de 1948 na Alemanha". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 20(1), abr., 141-160.
- Damill, Mario e Frenkel, Roberto (1990). *Hiperinflación en Argentina: 1989-1990*. Buenos Aires, CEDES, série Documentos, n. 62.
- Damill, Mario e Frenkel, Roberto (1990). *Hiperinflación en Argentina: 1989-1990*. Buenos Aires, CEDES, série Documentos, n. 62.
- Damill, Mario e Frenkel, Roberto (1991). "Hiperinflación y Estabilización: La Experiencia Reciente". In: Rozenwurcel, Guillermo (comp.), *Elecciones y Política Económica en América Latina*. Buenos Aires, Editorial Tesis/CEDES, p. 1-82.
- Damill, Mario e Frenkel, Roberto (1991). "Hiperinflación y Estabilización: La Experiencia Reciente". In: Rozenwurcel, Guillermo (comp.), *Elecciones y Política Económica en América Latina*. Buenos Aires, Editorial Tesis/CEDES, p. 1-82.
- De Cecco, Marcello (1990). "The Italian Debt Conversion of 1906". In: Dornbusch, R. e M. Draghi, eds. *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge, Cambridge University Press, p.263-292.
- Diretrizes de Ação do Governo Fernando Collor de Mello (1989). Brasília, xerocopiado, 130 p.
- Durán, Viviana e Collar, Diana (1995). "Las Políticas Fiscales en Argentina: 1985-1992". Santiago de Chile, CEPAL/PNUD, Serie Política Fiscal 65, 78 p.
- Durán, Viviana e Collar, Diana (1995). "Las Políticas Fiscales en Argentina: 1985-1992". Santiago de Chile, CEPAL/PNUD, Serie Política Fiscal 65, 78 p.
- Eichengreen, Barry (1990). "The Capital Levy in Theory and Practice". In: Dornbusch and Draghi (orgs.), *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge, Cambridge for Economic Policy Research, p. 191-228.
- Emmer, R. (1955) "West German Monetary Policy 1948-54". *Journal of Political Economy*, 63(1), p. 52-69.
- Emmer, R. (1955) "West German Monetary Policy 1948-54". *Journal of Political Economy*, 63(1), p. 52-69.
- Fanelli, José M., Frenkel, Roberto e Rozenwurcel, Guillermo (1992). "Transformación Estructural, Estabilización y Reforma del Estado en Argentina". Buenos Aires, CEDES, Documentos CEDES 82, 42p.
- Fanelli, José M., Frenkel, Roberto e Rozenwurcel, Guillermo (1992). "Transformación Estructural, Estabilización y Reforma del Estado en Argentina". Buenos Aires, CEDES, Documentos CEDES 82, 42p.
- Faro, Clovis de (org.)(1991a). *Plano Collor: Avaliação e Perspectivas*. Revista Brasileira de Economia, v. 44, edição especial, jan., 411p.
- Faro, Clovis de (org.)(1991b). *A Economia Pós-Plano Collor II*. Rio de Janeiro, Livros Técnicos e Científicos Editora, 197 p.
- Ferreira, Carlos Kawall Leal (1990). *Política Monetária Ativa e Consistência Fiscal. A Experiência de 1988/89*. São Paulo, Fundap/IESP, Textos para Discussão n.1, ano 3, mar.
- Franco, Gustavo H.B. (1988). "O Milagre do Rentenmark: Uma Experiência Bem-Sucedida com Moeda Indexada". *Revista Brasileira de Economia*, v. 43, n.3, jul./set., p. 431-150.
- Gazeta Mercantil (1990). Edição extra, 17/3, n. 19.299.
- Giambiagi, Fábio (1989). "A Política Monetária de um Plano de Estabilização: Uma Agenda para Reflexão". Rio de Janeiro, IPEA, Texto para Discussão 177, nov., 18 p.

- Giambiagi, Fábio (1991). "Os Leilões de Cruzeiros e a Taxa de Deságio dos Cruzados Novos". *Revista de Economia Política*, vol.11, n.1(41), janeiro-março, p. 147-150.
- Gianetti da Fonseca, Eduardo (1991). "A Teoria e a Prática na Expansão Monetária de 1990". *Gazeta Mercantil*, 6/3, p. 5.
- Guardia, Eduardo R. (1992). "Orçamento Público e Política Fiscal: Aspectos Institucionais e a Experiência Recente". Campinas, Dissertação de Mestrado, IE/Unicamp, xerox.
- Guimarães, Roberto F. (1989) "Dívida pública mobiliária e taxa de juros". São Paulo, Conselho Regional de Economia, *Economia em Perspectiva*, abril, p. 1-2.
- Gurley, J. (1953). "Excess Liquidity and European Monetary Reforms, 1944-1952". *American Economic Review*, 43(1), mar., p. 76-100.
- Gurley, J. (1953). "Excess Liquidity and European Monetary Reforms, 1944-1952". *American Economic Review*, 43(1), mar., p. 76-100.
- Heymann, Daniel (1990). "From Sharp Disinflation to Hyper, Twice: the Argentine Experience, 1985-1989". Buenos Aires, Cepal, mimeo., 33p.
- Heymann, Daniel (1990). "From Sharp Disinflation to Hyper, Twice: the Argentine Experience, 1985-1989". Buenos Aires, Cepal, mimeo., 33p.
- IEI (1990, a-d). Instituto de Economia Industrial, *Boletim de Conjuntura*. Rio de Janeiro, UFRJ, v.10, n.1-4, abr, jun, out, dez.
- IEI (1991). Instituto de Economia Industrial, *Boletim de Conjuntura*. Rio de Janeiro, UFRJ, v. 11, n.1, abr.
- Kiguel, Miguel A. e Liviatan, Nissan (1991). "Lessons from the Heterodox Stabilization Programs". Washington, The World Bank, Working Papers WPS 671, mimeo., may, 40 p.
- Kiguel, Miguel A. e Liviatan, Nissan (1991). "Lessons from the Heterodox Stabilization Programs". Washington, The World Bank, Working Papers WPS 671, mimeo., may, 40 p.
- Kiguel, Miguel A. e Liviatan, Nissan (1992). "Three Big Inflations". Washington, The World Bank, mimeo., nov., 46 p.
- Kiguel, Miguel A. e Liviatan, Nissan (1992). "Three Big Inflations". Washington, The World Bank, mimeo., nov., 46 p.
- Klopstock, F. (1946). "Monetary Reform in Liberated Europe". *American Economic Review*, 36(4/1), sept., p. 578-595.
- Klopstock, F. (1946). "Monetary Reform in Liberated Europe". *American Economic Review*, 36(4/1), sept., p. 578-595.
- Klopstock, F. (1949). "Monetary Reform in Western Germany". In: *Journal of Political Economy*, 57(4), p. 277-292.
- Klopstock, F. (1949). "Monetary Reform in Western Germany". In: *Journal of Political Economy*, 57(4), p. 277-292.
- Llach, J. (1990). "Las Hiperestabilizaciones sin Mitos". Buenos Aires, Inst. Torcuato Di Tella, DTE 168, mimeo., 56 p.
- Llach, J. (1990). "Las Hiperestabilizaciones sin Mitos". Buenos Aires, Inst. Torcuato Di Tella, DTE 168, mimeo., 56 p.
- Lopes Consultoria de Imóveis (1992). *Lopesquiza-92*. São Paulo.
- Lutz, F. A. (1949) "The German Currency Reform and the Revival of the German Economy". *Economica*, 16, may, p. 122-42.
- Lutz, F. A. (1949) "The German Currency Reform and the Revival of the German Economy". *Economica*, 16, may, p. 122-42.
- Maia, Cesar. (1991). "A Polêmica em Torno do Programa de Estabilização do Governo Collor". In: *Faro (org.)* (1991a), p. 59-63.

- Marques, Maria Sílvia B. (1988). "O Plano Cruzado: Teoria e Prática". *Revista de Economia Política*, 8, 3(31), jul/set, p. 101-130
- Marques, Maria Sílvia B. e Werlang, Sérgio R. C. (1989) "Moratória Interna, Dívida Pública e Juros Reais". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 19(1), abr., p.19-44.
- Martins, Luciano (1991). "A Autonomia Política do Governo Collor". In: Faro (org.) (1991a), p. 27-33.
- Mendonça de Barros, Luís Carlos (1993). "Moeda Indexada, uma Experiência Brasileira". Campinas, *Economia e Sociedade*, 2, p.3-24, ago.
- Mendonça de Barros, Luiz Carlos e Goldenstein, Lidia (1989). "O constrangimento da dívida mobiliária". São Paulo, Conselho Regional de Economia, *Economia em Perspectiva*, abril, p. 3-4.
- Meyer, Arno (1992). "As Negociações da Dívida Externa Brasileira no Âmbito do Clube de Paris". In: Batista Jr., Paulo N. e Belluzzo, Luiz G. M. (orgs.), *A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*. São Paulo, Paz e Terra, p.51-90.
- Meyer, Arno (1993). "Apoio Financeiro Externo e Estabilização Econômica". *Revista de Economia Política*, 13(1), p. 135-148.
- Ministério do Trabalho e da Previdência Social (1990). *Informe de Conjuntura*. Diversos números.
- Miyata, Kiyozo (1953). "Development of Devaluation-Problem in Post-War Japan". Kobe, *Kobe Economic and Business Review*, (1), p. 17-36.
- Miyata, Kiyozo (1953). "Development of Devaluation-Problem in Post-War Japan". Kobe, *Kobe Economic and Business Review*, (1), p. 17-36.
- Modiano, Eduardo (1989). "A Ópera dos Três Cruzados". In: Abreu, Marcelo de Paiva, *A Ordem para o Progresso*. Rio de Janeiro, Campus, p. 347-386.
- Montoro Filho, André F. (1992). "A Inflação Parece Indomável". São Paulo, Conselho Regional de Economia, *Economia em Perspectiva*, 90, maio, p.1-2.
- Moura da Silva, Adroaldo (1979). "Intermediação Financeira no Brasil". São Paulo, FIFE/USP, mimeo.
- Moura, Alkimar R.(1991). "Introdução à Política Monetária 'Collorida': Um Exercício de Monetarismo Tropical". In: Faro(org.)(1991b),p.1-8.
- Murphy, Ricardo López (1991). "A Experiência Argentina: Alta Inflação, Hiperinflação e Estabilização Fracassada". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 21 (1), abr., p. 55-78.
- Murphy, Ricardo López (1991). "A Experiência Argentina: Alta Inflação, Hiperinflação e Estabilização Fracassada". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 21 (1), abr., p. 55-78.
- Nakano, Yoshiaki. (1991). "As Fragilidades do Plano Collor de Estabilização". In: Faro (org.) (1991a), p. 136-153.
- Ogasavara, Roberto S. (1989) "Análise da evolução da dívida pública". *Conjuntura Econômica*, jan., p. 47-51, e fev., p. 45-50.
- Oliveira, Fabrício (org.) (1991). *A Economia Brasileira em Preto e Branco*. Campinas, Hucitec/Fecamp.
- Paiva, Paulo (1991). "Collor-economics". In: Faro (org.) (1991a), p. 34-42.
- Pastore, Affonso C. (1991). "A Reforma Monetária do Plano Collor". In: Faro (org.) (1991a), p.157-174.
- Plano Collor de Estabilização Econômica* (1990). Rio de Janeiro, Gráfica Auriverde, 302 p.
- Pomar, Wladimir (1990). *Quase Lá. Lula, o Susto das Elites*. São Paulo, Editora Brasil Urgente, 128 p.
- Prefeitura Municipal de Santo André (1990). *Indicadores Econômicos*.

- Ramalho, Valdir (1993a). "Alemanha, Anos Quarenta: Antecedentes do Confisco Monetário". *Estudos Econômicos*, 23(2), mai-ago, p.267-296.
- Ramalho, Valdir (1993a). "Alemanha, Anos Quarenta: Antecedentes do Confisco Monetário". *Estudos Econômicos*, 23(2), mai-ago, p.267-296.
- Ramalho, Valdir (1993b). "Elementos para uma Avaliação de Confiscos Monetários". *Revista Brasileira de Economia*, 47(4):533-64, out-dez.
- Ramalho, Valdir (1993b). "Elementos para uma Avaliação de Confiscos Monetários". *Revista Brasileira de Economia*, 47(4):533-64, out-dez.
- Ramalho, Valdir (1995). "Zeragem Automática no Mercado Aberto e Controle Monetário". *Estudos Econômicos*, v.25, 1, jan-abr, p.25-52.
- Reis, E. J. (1991). "Com Quantos Collor se Faz uma Estabilização?" In: Faro (org.) (1991b), p. 83-89.
- Republica Argentina (s/d). "Argentina en Crecimiento". Buenos Aires, Ministério de Economía y Obras y Servicios Publicos.
- Republica Argentina (s/d). "Argentina en Crecimiento". Buenos Aires, Ministério de Economía y Obras y Servicios Publicos.
- Revista de Economia Política* (1990), v. 10, 3(39), jul/set, 114-120.
- Ribeiro, Renato Janine (1993). *A Última Razão dos Reis*. São Paulo, Companhia das Letras, 183 p.
- Rozenwurcel, Guillermo (1992). "La Evolución de la Economía Argentina a Partir del Plan de Convertibilidad". Buenos Aires, CEDES, 30 p.
- Rozenwurcel, Guillermo (1992). "La Evolución de la Economía Argentina a Partir del Plan de Convertibilidad". Buenos Aires, CEDES, 30 p.
- Sargent, Thomas (1982). "The Ends of Four Big Inflations". In: Hall, Robert E. (ed.), *Inflation: Causes and Effects*. Chicago, The University of Chicago Press, p.41-97.
- Sargent, Thomas (1982). "The Ends of Four Big Inflations". In: Hall, Robert E. (ed.), *Inflation: Causes and Effects*. Chicago, The University of Chicago Press, p.41-97.
- Serra, José (1991). "O Plano e o Déficit". In: Faro (1991a), p.275-84.
- Simonsen, Mário Henrique (1991). "Aspectos Técnicos do Plano Collor". In: Faro (org.) (1991a), p. 113-128.
- Simonsen, Mário Henrique (1995). *Trinta Anos de Indexação*. Rio de Janeiro, FGV Editora, 168 p..
- Souza, Francisco E. P. (1991). "O Regime de Câmbio Flutuante numa Etapa de Transição". Porto Alegre, *Análise Econômica*, ano 9, n. 15, março, p. 583-599.
- Souza, Francisco E. P. (1993). "O Novo Regime Cambial Brasileiro e suas Consequências para a Política Econômica". Rio de Janeiro, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES, Textos para Discussão, 18, nov., 55 p.
- Szuster, Natan (1990). "O Processo de Tomada de Decisões Financeiro-Administrativo em Decorência do Plano Collor". Rio de Janeiro, UFRJ, Faculdade de Economia e Administração, TD 13, dez, 20 p.
- Tavares, Maria da Conceição (1983). "O Sistema Financeiro e o Ciclo de Expansão Recente". In: Belluzzo e Coutinho (orgs.), *Desenvolvimento Capitalista no Brasil*, v.2. São Paulo, Brasiliense, p. 107-138.
- Tavares, Maria da Conceição et alii (orgs.) (1990). *Aquarella do Brasil*. Rio de Janeiro, Rio Fundo Editora, 2ª ed, 150 p.
- Torres Filho, Ernane T. (1983). "O Mito do Sucesso: Uma Análise da Economia Japonesa no Pós-Guerra (1945-1973)". Rio de Janeiro, IEI/UFRJ, Texto para Discussão 37, nov., 163 p.



- Torres Filho, Ernane T. (1983). "O Mito do Sucesso: Uma Análise da Economia Japonesa no Pós-Guerra (1945-1973)". Rio de Janeiro, IEI/UFRJ, Texto para Discussão 37, nov., 163 p.
- Veiga, João P. C. (1993). "Dívida Externa e o Contexto Internacional. Os Limites à Formulação da Política para a Dívida Externa na Gestão da Ministra Zélia Cardoso de Mello". Dissertação de Mestrado, FFLCH/USP, mimeo., 199 p.
- Vianna, Luiz W. (1991). *De um Plano Collor a Outro*. Rio de Janeiro, Editora Revan, 170 p.
- Visão (1992), ano XLI, n.21, maio.
- Werlang, Sérgio R. C. (1989) "Dívida interna e crise do setor público". *Jornal do Commercio*, 16/7, p. 18.
- Werneck, Rogério (1991). "Oportunidades Perdidas na Política de Estabilização de 1990". In: Faro (org.) (1991b), p. 180-185.
- Zini Jr., Álvaro A. (1989a). "Fundar a Dívida Pública". Brasília, *Planejamento e Políticas Públicas*, 2, dez., p. 39-59.
- Zini Jr., Álvaro A. (1989b) "Fundar a dívida pública do Brasil". *Folha de S. Paulo*, 18/1, p. B-2.
- Zini Jr., Álvaro A. (1989c) "Aprofundar o debate sobre dívida pública interna". *Folha de S. Paulo*, 6/4, p. B-2.
- Zini Jr., Álvaro A. (1993). "Reforma Monetária, Intervenção Estatal e o Plano Collor". In: *O Mercado e o Estado no Desenvolvimento Econômico dos Anos 90*. Livro do IPEA, 137.
- Zini Jr., Álvaro A. (1989d) "A política do avestruz e o endividamento". São Paulo, Conselho Regional de Economia, *Economia em Perspectiva*, abril, p. 6-7.
- Zolhof, Paulo (1990). "Aspectos Básicos dos Efeitos do Programa de Estabilização Econômica na Contabilidade do Banco Central e das Instituições Financeiras". IPEA, Relatório Interno 02/90, 3 p.

## **BIRETRIB**

- Carciofi, Ricardo, Barris, Guillermo e Cetrángolo, Oscar (1994). *Reformas Tributarias en América Latina*. Santiago, CEPAL, 356 p.
- Damill, Mario, Fanelli, José María e Frenkel, Roberto (1994). "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta. Argentina". Buenos Aires, Documentos CEDES 105, Serie Economía, 44 p.
- Durán, Viviana e Collar, Diana (1995). "Las políticas fiscales en Argentina: 1985-1992". Santiago, CEPAL/PNUD, Serie Política Fiscal, 65, abril, 74 p.
- Durán, Viviana e Sabaini, Juan (1995). "Lecciones sobre reformas fiscales en Argentina: 1990-1993". Santiago, CEPAL/PNUD, Serie Política Fiscal, 68, mayo, 80 p.
- Rozenwurcel, Guillermo (1994). "Fiscal Reform and Macroeconomic Stabilization in Argentina". Buenos Aires, Documentos CEDES 103, Serie Economía, 44 p.