

PLANO BONEX: PECULIARIDADES DO BLOQUEIO DA LIQUIDEZ NA ARGENTINA EM 1990

Carlos Eduardo Carvalho¹

RESUMO

O bloqueio da liquidez em 1990 na Argentina (Plano Bonex) passou a despertar interesse no Brasil quando a crise do início de 1999 acentuou as preocupações com a solvência da dívida pública. Contudo, o Bonex não é uma referência útil para a análise das opções de política econômica no Brasil hoje, pois ocorreu em um quadro econômico muito específico, marcado por intensa desmonetização, inexistência de fontes de financiamento externas e internas para o setor público e hiperinflação. O artigo apresenta o Bonex e as experiências anteriores de bloqueio da liquidez de ativos financeiros, no final das duas guerras mundiais, enfatizando as acentuadas diferenças entre os vários episódios.

Palavras-chave: Argentina; hiperinflação; reforma monetária; dívida pública.

SUMMARY

Argentina's 1990 Bonex Plan, which blocked government bonds and time deposits for a ten year extension, began to arouse interest in Brazil in early 1999, when the crisis deepened concern about public debt solvency. However, the Bonex Plan is not a useful reference for analyzing economic policy options in Brazil today, since the Argentine program was imposed in a context marked by sharp demonetization, low demand for money and public bonds, hyperinflation, and the absence of funding sources, both foreign and domestic, for the public sector. This article describes the Bonex Plan along with earlier twentieth-century experiences freezing financial assets, which occurred following the two world wars, emphasizing the strong differences between these distinct episodes.

Keywords: Argentina; hyperinflation; monetary reform; public debt.

As preocupações com os efeitos da crise cambial de janeiro de 1999 sobre o tamanho e a solvência da dívida pública brasileira recolocaram em cena as discussões sobre a possibilidade de ocorrer um novo bloqueio de ativos financeiros no Brasil. A "securitização da dívida interna brasileira nos moldes do Plano Brady", ou seja, "conversão em um prazo de cinco a dez anos com juros de 6% anuais", chegou a ser proposta, logo após a desvalorização do real, pelo chefe de Pesquisas Globais sobre Investimento Estrangeiro Internacional do Chase Manhattan Securities, Lawrence Brainard². No Brasil, porém, o debate público concentrou-se não em nosso antecedente, o Plano Collor, de março de 1990, mas no Plano Bonex argentino³, de janeiro daquele ano. O súbito interesse pelo Bonex foi estimulado pelas declarações do presidente argentino, Carlos Menem,

(1) O trabalho deve muito às reflexões e às pesquisas de Valdir Ramalho. Agradeço as sugestões e o apoio de Fernando Montero e Monica Baer.

(2) Cf. "Chase propõe que Brasil reestruture dívida interna". *Gazeta Mercantil Latino-Americana*, 8-14/02/99, p. 27.

(3) Bonex é a sigla de *bonos externos*, os títulos da dívida pública argentina em que foram convertidos compulsoriamente os ativos financeiros em janeiro de 1990. A palavra "plano" tem sido utilizada regularmente, apesar de as medidas não terem sido planejadas com antecedência e de as iniciati-

recomendendo ao Brasil fazer algo semelhante, logo contestadas pelo ex-ministro Domingo Cavallo. Em entrevista ao *La Nación*, talvez irritado por informações de que autoridades brasileiras teriam criticado com veemência sua proposta de dolarização completa da economia argentina, Menem manifestou preocupações com os efeitos das altas taxas de juros sobre a dívida pública brasileira e afirmou que "um plano semelhante ao Bonex seria uma resposta interessante para a crise"⁴. Dias depois, Cavallo (1999) publicou artigo defendendo enfaticamente que o Brasil jamais adotasse programa semelhante⁵.

Em seguida, no dia 29 de janeiro, ocorreu uma das maiores corridas bancárias das últimas décadas no país. O grande movimento de resgate de aplicações financeiras e saque de dinheiro físico beirou o pânico em muitas regiões, acompanhado por forte alta das cotações no mercado de câmbio. As declarações sobre bloqueio de aplicações financeiras certamente contribuíram para esta reação do público, embora também possa ter havido influência de instituições financeiras e especuladores interessados em estimular o pânico para forçar a alta do dólar e assim realizar lucros nas bolsas de futuros.

Com a relativa estabilização dos mercados a partir de março, a possibilidade de novo bloqueio saiu da pauta de debates. Em meados do segundo semestre, porém, em entrevista na televisão, um dos postulantes à sucessão presidencial de 2002 defendeu a necessidade de um alongamento "negociado" da dívida interna, recolocando em cena as preocupações sobre a solvência dos títulos públicos. A nova onda de apreensões encontrou terreno fértil na simples observação do novo salto da dívida interna em 1999, depois do crescimento acelerado dos anos anteriores (de R\$ 59,3 bilhões em junho de 1994, 12,6% do PIB, para R\$ 322,6 bilhões em dezembro de 1998, 35,4% do PIB, e R\$ 382,5 bilhões em junho de 1999, 38,8% do PIB). Além deste forte aumento do estoque da dívida, suas condições de financiamento pioraram significativamente, com a maior parte dos títulos agora indexada à taxa de câmbio ou à taxa de juros de curtíssimo prazo.

As dificuldades e restrições que este quadro coloca para a política econômica trouxeram outra vez o Plano Bonex à cena, até mesmo pela suposta capacidade que teria tido de equacionar a dívida interna e abrir caminho para a estabilização da moeda obtida com a conversibilidade, seguindo-se vários anos de crescimento econômico acelerado, tudo ao contrário do Plano Collor. Comparações neste sentido, contudo, enfrentam sérias dificuldades. Embora tenham surgido com diferença de poucos meses e fizessem parte do conjunto de medidas de política econômica adotadas para enfrentar o quadro de instabilidade monetária e cambial típico da América Latina na década de 1980, o Bonex e o Collor ocorreram em contextos econômicos muito distintos, sob diversos aspectos relevantes. Ambos reproduziram uma característica típica das medidas de bloqueio de haveres financeiros no século XX: a forma comum de bloqueio da liquidez decorreu de motivações muito diferentes em cada caso e os contextos em que ocorreram apresentam grande diversidade, a ponto de se

vas de natureza monetária e fiscal então anunciadas não chegarem a constituir de fato um "programa" de estabilização. Sobre o Plano Collor, ver Carvalho, 1996.

(4) Cf. *O Estado de S. Paulo*, 28/01/99, p. B-12.

(5) Quando do Plano Bonex, Carlos Menem era presidente da Argentina (eleito em maio e empossado em julho de 1989, em meio à hiperinflação) e o ministro da Economia era Erman González. Domingo Cavallo era então chanceler e teria defendido a adoção imediata da conversibilidade, o que viria a fazer em março-abril de 1991, já como ministro da Economia.

tornar inviável a abordagem comum. Ainda assim, o Bonex e o Collor são quase sempre tratados como se fossem programas comparáveis com outros episódios, a eles assemelhados apenas na forma. É o caso das várias tentativas de analisar o programa brasileiro de março de 1990 como se tivesse muita coisa em comum com a conhecida reforma monetária alemã de 1948 ou de apontar o Bonex como modelo possível para alternativas às dificuldades atuais da economia brasileira atual.

Um dos aspectos que emergem da análise destes eventos é exatamente a sua grande heterogeneidade, tanto em termos das medidas adotadas quanto das circunstâncias em que se deram e dos resultados que produziram. A análise do Bonex evidencia mais as suas peculiaridades do que a presença de traços comuns ao conjunto de políticas de estabilização que incluíram o bloqueio da liquidez de haveres financeiros. A Argentina vivia no final de 1989 um quadro de hiperinflação, caracterizado pelo colapso do financiamento do setor público e pela acentuada desmonetização, resultante da exígua demanda por moeda e por títulos públicos, ao lado da fragilidade cambial típica da década de 1980 na América Latina. A especificidade do quadro enfrentado pelo Bonex explica boa parte da natureza peculiar que assumiu e acentua as sérias limitações a que seja tomado como referência para elaborar alternativas de política econômica para os problemas monetários e fiscais do Brasil uma década depois, ainda mais ao se considerar a avaliação polêmica dos seus resultados.

Um dos problemas para a análise das medidas de bloqueio da liquidez é que só despertam interesse em períodos de acentuada instabilidade, sendo relegadas ao esquecimento assim que as condições adversas são superadas. Até a crise cambial brasileira o Bonex estava praticamente esquecido, assim como o 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 voltarão a se repetir. Embora recente, o Bonex ficou ofuscado pelo sucesso do Plano Cavallo, adotado um ano depois, embora muitos autores relacionem o sucesso da conversibilidade à forte redução da dívida pública promovida pelo Bonex. Também contribui para o esquecimento o mal-estar provocado pela lembrança de medidas de retenção de haveres financeiros, dada a carga emocional associada aos problemas acarretados aos cidadãos e às empresas, acentuada no Brasil pelas circunstâncias que marcaram o término precoce do governo Collor.

O estudo destes episódios é plenamente justificado, contudo, até mesmo para evitar que continuem como fantasmas do passado, capazes de voltar à cena a cada momento de dificuldades econômicas que pareçam semelhantes àquelas que teriam provocado sua ocorrência anos atrás. Nesses momentos, relembra-se estas medidas como ameaça ou como alternativa possível, em especial aquelas vistas como bem-sucedidas, esquecendo-se quase sempre as significativas peculiaridades que caracterizaram cada uma delas.

Este artigo discute os aspectos principais do Plano Bonex e procura situá-lo no conjunto de programas que incluíram medidas de bloqueio da liquidez. A primeira seção fundamenta o conceito de bloqueio da liquidez e a segunda analisa os programas desse tipo no século XX, com exceção do Plano Collor, que demanda discussão mais detalhada. A terceira seção enfoca o quadro econômico argentino do final dos anos 1980, destacando os elementos que podem explicar a opção pelo bloqueio e as feições que o Bonex assumiu, enquanto a quarta discute o programa propriamente dito e seus desdobramentos, seguindo-se as conclusões.

Bloqueio da liquidez: conceituações

O Plano Bonex integra o grupo das políticas de estabilização que incluíram cancelamento ou limitação da liquidez de haveres monetários ou do direito dos titulares de haveres financeiros não-monetários de convertê-los em moeda pelas regras vigentes, ou as duas coisas, restrições estas na forma de desvalorização nominal, alongamento compulsório de prazos de vencimento, repúdio ou anulação, retenção temporária ou confisco. Houve medidas desse tipo muitas vezes no século XX, a maior parte delas na seqüência de guerras e hiperinflações. A expressão "bloqueio da liquidez" é a mais precisa para designá-las, pois enfatiza o traço específico que as distingue de outras iniciativas: a suspensão (parcial ou total, temporária ou definitiva) do direito ao exercício da liquidez de ativos financeiros.

As medidas deste tipo têm sido designadas como reformas monetárias, por virem em geral acompanhadas de troca de moeda e por apresentarem motivações de ordem monetária — controle da emissão, redução da liquidez ou reorganização do meio circulante. Trata-se de denominação imprecisa, porém, por ter sido empregada desde o século passado para designar iniciativas de política monetária e cambial as mais diversas, incluindo desde remonetização da prata até reduções de taxas de juros ou de recolhimentos compulsórios dos bancos, passando por alterações de paridade cambial e introdução de controles de câmbio (Ramalho, 1993b, p. 536). Posição semelhante aparece em conhecido estudo sobre os episódios de bloqueio da liquidez na Europa do segundo pós-guerra:

A expressão "reforma monetária" tem sido utilizada na literatura para descrever medidas muito variadas na área monetária e bancária. Neste artigo, a expressão se refere às medidas que reduziram, ou bloquearam parcialmente, por períodos desde poucos dias até alguns anos, os haveres financeiros líquidos em poder dos indivíduos e das empresas (Gurley, 1953, p. 77)⁶.

(6) Esta e todas as demais citações originalmente em língua estrangeira foram traduzidas ao português pelo autor, a pedido de *Novos Estudos* (N. E.).

No Brasil designaram-se muitas vezes como "reforma monetária" a troca de denominação da moeda e o corte de zeros, como no Plano Cruzado, em 1986. Heymann e Leijonhufvud (1990, p. 1) tratam o corte de zeros como o tipo "mais comum" de reforma monetária, sendo o "segundo tipo" a expropriação ou conversão forçada de moeda e de seus substitutos, o que se define neste trabalho como bloqueio da liquidez. A expressão "confisco monetário" é adotada por Ramalho (1993b, p. 536), sob o argumento de que estes 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 deve ser considerado irrelevante o fato de incluir ou não o propósito de confiscar valores e repudiar obrigações. Além disso, 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 troca ou carimbo de cédulas, sem alteração do montante recolocado à disposição dos seus titulares, o que reforça o caráter mais amplo da expressão "bloqueio da liquidez".

Embora os programas com bloqueio da liquidez quase sempre promovam a desvalorização real dos haveres financeiros retidos, o conceito de bloqueio da liquidez deve excluir os casos em que as medidas adotadas se limitam a este objetivo. Não sendo assim, o conceito se tornaria muito genérico e impreciso, abrigo até os casos em que determinada condução da política monetária induza ou tolere a prática de juros reais negativos, mesmo em quadros de inflação baixa. Além disso, nos casos de inflação alta e prolongada os haveres financeiros não-monetários são por vezes desvalorizados em escala superior à de muitas iniciativas de bloqueio da liquidez, pois em situações assim não há indexador eficaz o bastante para garantir o valor real dos papéis indexados, ainda que a autoridade responsável esteja empenhada em fazê-lo. Casos de subestimação intencional do indexador com o propósito de corroer o valor real de obrigações e contratos também devem ficar fora do conceito de bloqueio da liquidez, pois este pretende caracterizar apenas 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. Esta prática foi muito utilizada no Brasil desde meados da década de 1970 (Zini, 1993, pp. 318-328), sem que as autoridades admitissem qualquer propósito de desvalorização real dos valores indexados.

O conceito de bloqueio da liquidez não coincide precisamente com o de consolidação ou de alongamento compulsório da dívida pública. A conversão voluntária da dívida pública era prática comum até o início do século XX, como iniciativa do governo devedor de resgatar antecipadamente

os títulos (cláusula prevista em contrato) e substituí-los por outros, em condições tidas como mais vantajosas para si, mas que deveriam também parecer vantajosas para os credores, por respeitarem as expectativas prevalentes no momento (De Cecco, 1990, pp. 263-264). A conversão forçada ou compulsória, ao contrário, é entendida como iniciativa unilateral do devedor, impondo alterações contratuais nos títulos à revelia de seus credores.

Embora em tese possa haver casos de bloqueio afetando apenas papel-moeda ou depósitos bancários, nas condições das economias contemporâneas as medidas quase inevitavelmente apresentam a dupla natureza de bloqueio da liquidez e de consolidação ou alongamento compulsório da dívida pública. Além da participação elevada de títulos públicos no portfólio de pessoas físicas e jurídicas, boa parte dos haveres financeiros do público, em especial depósitos bancários, tem como lastro títulos de dívida governamental. Nos casos de conversão forçada da dívida pública, por outro lado, há sempre postergação ou cancelamento do direito à liquidez estabelecido contratualmente e, muitas vezes, desvalorização nominal, o que permite caracterizá-los como casos de bloqueio da liquidez. Pode-se fazer alguma distinção em termos dos impactos sobre a liquidez geral da economia em função do prazo dos títulos afetados, sendo os casos mais drásticos aqueles que alcançam o papel-moeda e os depósitos bancários à vista. Contudo, se é que esta distinção foi relevante em algum momento para diferenciar programas de consolidação de dívida pública, pelo menos no século XX medidas deste tipo afetaram prioritariamente os títulos de curto prazo, como se discute adiante.

Assim, a conversão compulsória de dívida pública mobiliária tende a ser sempre uma forma de bloqueio, por implicar limitações do direito à liquidez dos títulos públicos que são objeto das medidas e também dos ativos financeiros com que estes papéis estejam sendo financiados pelos bancos. Decorre daí a dificuldade para a diferenciação das motivações de ordem monetária (controle da inflação e da oferta de moeda) ou de ordem fiscal (consolidação e alongamento de prazos da dívida pública) na origem destas medidas.

O bloqueio da liquidez diferencia-se mais claramente do imposto de capital. Este tipo de tributação procura obter uma receita expressiva, em geral do tipo *once and for all*, com vistas a reduzir o peso de uma dívida pública considerada muito grande e muito onerosa ou a financiar gastos públicos extraordinários (em casos de guerras e outras calamidades) ou objetivos políticos e sociais de grande relevância (Eichengreen, 1990). O *capital levy* em geral quer alcançar o conjunto da riqueza existente, incluindo ativos físicos e financeiros. Neste sentido, tende a ser uma medida mais ampla que o bloqueio da liquidez, embora este quase sempre inclua um imposto de capital entre seus objetivos.

Pode-se então afirmar que a maior parte dos casos de bloqueio da liquidez contém elementos de imposto de capital, ou é também imposto de capital, e que neles estão em geral presentes elementos de conversão forçada da dívida pública, da mesma forma que as medidas de consolidação

ou conversão forçada da dívida pública envolvem sempre bloqueio da liquidez dos próprios títulos públicos e de outros haveres financeiros.

Breve histórico das experiências de bloqueio da liquidez no século XX

A história dos bloqueios da liquidez no século XX concentra-se em duas ondas ao final das duas guerras mundiais e anos seguintes e numa terceira na América Latina na década de 1980, além de alguns casos isolados⁷. Teria havido na história diversos casos de bloqueio, repúdio, confisco e desvalorização compulsória de dinheiro e títulos (Zini, 1989, pp. 48-49)⁸, mas os episódios do século XX podem ser analisados sem que se recorra a casos tão anteriores. Para Klopstock (1946, pp. 578-579), por exemplo, a história oferecia poucos precedentes, ou mesmo nenhum, para a compreensão dos programas então em curso na Europa.

As três ondas de bloqueios da liquidez no século XX apresentam diferenças substanciais entre si, em termos do contexto em que ocorreram, das metas perseguidas e das medidas adotadas, e os programas incluídos em cada uma delas apresentam também peculiaridades relevantes. A primeira onda decorreu dos impactos da I Guerra Mundial. Muitos dos países envolvidos saíram do conflito enfraquecidos, endividados e com as finanças públicas desorganizadas, ao que se somava a necessidade dos novos Estados independentes, surgidos no final da guerra, de controlar a oferta de moeda e definir a responsabilidade sobre os antigos títulos de dívida pública em circulação ou entesourados em seu território. A segunda onda, a mais conhecida e a que concentra maior número de eventos, respondeu ao quadro de inflação reprimida típico do final da II Guerra. Este quadro era o resultado dos longos anos de ocupação estrangeira em vários países, com a formação de governos títeres, seguindo-se a rendição incondicional e a ocupação dos países derrotados, também por vários anos. O resultado foi um enorme aumento da oferta de distintas moedas, em paralelo ao forte controle de preços e à redução acentuada da oferta de bens e da capacidade produtiva. Os episódios latino-americanos dos anos 1980 foram menos numerosos e estiveram ligados à instabilidade que acompanhou a crise do financiamento externo iniciada no começo da década.

Na primeira onda, a série inicial de bloqueios ocorreu nos países formados com a dissolução do Império Austro-Húngaro. Os novos Estados defrontavam-se com variadas dificuldades econômicas, dentre elas a falta de controle sobre a oferta de moeda, formada basicamente por coroas austríacas, aceitas até então nas várias regiões do Império tornadas independentes. Do fim da guerra até o início de 1920, os novos governos exigiram que as cédulas fossem carimbadas ou seladas (em alguns casos, por mais de uma vez), de forma a limitar e reestruturar o meio circulante dotado de curso legal, além de identificar e reconhecer, ou não, os títulos

(7) O bloqueio dos depósitos bancários no Equador em março de 1999 é o mais recente. Um caso pouco conhecido é o de Angola, em meados do segundo semestre de 1990. Segundo um economista que lá se encontrava, determinou-se o recolhimento compulsório de toda a moeda em circulação, os kuanzas, sendo devolvidos apenas 5% dos saldos, ficando o resto bloqueado sob promessa de utilização futura. Nos anos anteriores o governo manteve a estabilidade dos preços oficiais e emitiu moeda em grande quantidade (a base monetária teria atingido 150% do PIB), do que resultou ampla desmonetização, com o uso intenso de latas de cerveja ou cigarros como moeda e a cotação do câmbio paralelo atingindo 10.000% do oficial (cem vezes acima). O quadro econômico e a natureza das medidas lembram o programa alemão ocidental de 1948 e o soviético de 1923-24.

(8) Sobre o período medieval, ver, por exemplo, Veitch, 1986.

da dívida pública do antigo Império. Em alguns casos, a troca de cédulas foi acompanhada por típicas medidas de bloqueio⁹.

O episódio mais conhecido é o da Tchecoslováquia, em fevereiro de 1919¹⁰. Por meio de lei aprovada em sessões secretas, a Assembléia Nacional determinou que, na entrega para selagem, seria devolvida apenas a metade do valor das cédulas, ficando retida a outra metade, rendendo 1% ao ano, sob promessa de devolução e de utilização no pagamento de um futuro imposto de capital. Foi também bloqueada a metade das contas bancárias e dos títulos austro-húngaros em circulação 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 de fevereiro a 9 de março de 1919. Os resultados, porém, 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. A quantidade de coroas tchecas subiu rapidamente até meados de 1920 e o câmbio continuou se depreciando com rapidez, caindo de 6,135 centavos de dólar por coroa em fevereiro de 1919 para 0,975 centavo de dólar em fevereiro de 1920¹¹.

Nos anos 1920 houve episódios de bloqueio da liquidez envolvendo o papel-moeda, na Grécia e na URSS, e de consolidação compulsória da dívida pública, na Bélgica e na Itália. Com exceção do caso soviético, marcado pelas peculiaridades do quadro revolucionário, os programas desse período estavam ligados aos problemas de financiamento das dívidas acumuladas pelos governos durante os anos de guerra e de reconstrução, questão muito presente no debate econômico da época (Eichengreen, 1990). O enfraquecimento do quadro fiscal resultou do despreparo dos governos para enfrentar conflito tão longo e custoso, imaginado de início como algo a ser resolvido em poucos meses. Sem condições de cobrir o aumento da despesa durante a guerra e no período de reconstrução, os governos recorreram a forte expansão da dívida pública, em condições de financiamento difíceis.

Na Grécia, decretou-se em janeiro de 1922 o recolhimento forçado de todo o papel-moeda, sendo que as cédulas foram literalmente cortadas ao meio: uma parte foi trocada por títulos de longo prazo e a outra por novas cédulas, com metade do valor original. A inflação continuou se acelerando e novo episódio de desconfiança em relação à dívida pública precipitou em 1925 a conversão forçada de todos os títulos públicos em papéis de dez anos de prazo (Makinen e Woodward, 1990, pp. 174-176). Na URSS, em fevereiro de 1924 os rublos em circulação foram trocados compulsoriamente por chervonetz, moeda conversível em ouro que vinha sendo emitida desde o ano anterior, como parte das medidas para deter a hiperinflação e restabelecer a circulação monetária. O programa soviético tem a peculiaridade de ter se seguido às políticas de supressão da moeda e desenvolvimento da troca direta, típicas dos primeiros anos da revolução (Bettelheim, 1978, pp. 38-56; ver também Llach, 1990). Os dois episódios mais marcantes dos anos 1920 envolveram a conversão compulsória da dívida pública na Bélgica e na Itália em 1926, em especial os títulos de curto prazo, mas sem bloqueio de papel-

(9) Na Bélgica, ocupada pela Alemanha durante a maior parte do conflito, a substituição das cédulas alemãs em 1919 teria sido "neutra" (Makinen e Woodward, 1990, p. 160).

(10) Houve bloqueio também na Áustria, Polônia, Hungria e Grécia, sem sucesso no controle da inflação, mesmo quando este era seu objetivo principal (Ramalho, 1993b, p. 541).

(11) Os dados são de Sargent (1982, pp. 85-89). Neste conhecido trabalho, embora aponte a Tchecoslováquia como o grande destaque na estabilização monetária naquele momento, ressaltando que ali se aplicaram "imediatamente depois da guerra as políticas fiscais e monetárias conservadoras que seus vizinhos só adotaram quando suas moedas já haviam se depreciado intensamente", Sargent não faz mais que uma referência muito ligeira ao bloqueio: "Como parte do processo de carimbar as cédulas em circulação, o governo reteve parte delas como uma forma de empréstimo forçado". 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 de 1919.

moeda ou depósitos bancários (Kindleberger, 1993, P. 351). Nos dois casos as medidas podem ser atribuídas a dificuldades de financiamento dos títulos de curto prazo, embora o quadro fiscal tivesse melhorado bastante em relação ao imediato pós-guerra (Makinen e Woodward, 1990, pp. 160-170).

A segunda onda começou nos anos finais da II Guerra Mundial, com bloqueios da liquidez na Tunísia e na Córsega, em 1943, e na Bélgica, em 1944. O governo belga no exílio retornou ao país com planos já definidos e implementou-os de imediato (Kindleberger, 1993, pp. 399-401). Ainda em Londres já havia sido providenciada a impressão das novas cédulas e fixada a paridade do novo franco com a libra e o dólar, em níveis cerca de 25% a 40% acima do vigente antes da guerra. Foram congeladas as notas de cem francos em circulação e os depósitos bancários e postais. Depois de um censo de cinco dias, iniciou-se a conversão seletiva, com um limite por família. Com base no censo, foram taxados os ganhos extraordinários e os ganhos acumulados por colaboradores.

Além de dois eventos asiáticos, no Japão em 1946 e na China em 1948, houve pelo menos 24 episódios europeus entre 1944 e 1952, por vezes mais de um por país: Bélgica, Grécia, Polônia (duas vezes), Iugoslávia, França (duas vezes), Áustria (três vezes), Dinamarca, Noruega, Holanda, Tchecoslováquia, Hungria (duas vezes), Finlândia, Bulgária (duas vezes), Romênia (duas vezes), URSS, Alemanha Ocidental e Alemanha Oriental (Gurley, 1953, p. 80). O programa alemão-ocidental de 1948 foi o que obteve maior destaque, inclusive por ter sinalizado a divisão do país em dois Estados hostis.

Embora também apresentem importantes diferenças entre si, os programas desses anos destacam-se dos que ocorreram em outros momentos por terem enfrentado um conjunto de problemas muito peculiares, ligados ao quadro de inflação reprimida legado pela II Guerra Mundial. Vale destacar que houve alguma forma de bloqueio da liquidez em praticamente todos os países europeus que sofreram ocupação total ou parcial do seu território. Exceção notável foi a Itália, onde o programa em preparação acabou suspenso pelo fato insólito de terem sido roubadas as placas preparadas para a impressão da nova moeda (Kindleberger, 1993, p. 399). Na Escandinávia, só não houve bloqueio na Suécia, que permanecera neutra no conflito.

O quadro típico do final da guerra combinava grande elevação da oferta monetária nos países ocupados e nas potências vencidas, com cédulas e títulos de diferentes emissões (do ocupante alemão, de governos títeres e do governo anterior à guerra), acentuada redução da oferta de produtos e grande destruição da capacidade produtiva, problemas agravados pela retenção e estocagem de produtos. Tudo isto convivia com uma surpreendente estabilidade dos preços, ao menos nos mercados legais, em grande parte devida aos controles rigorosos impostos pelos governos ditatoriais e pelas autoridades de ocupação. O excesso de moeda era evidente e justificava o temor de uma explosão inflacionária para ajustar a disparidade entre preços e saldos monetários. Resultou daí a ampla aceitação dos conceitos de inflação reprimida e de excesso de liquidez.

A consciência do problema era bem anterior ao final do conflito. A questão foi intensamente debatida no comando da Resistência Francesa desde antes da libertação do país, por exemplo, com nítida divisão de opiniões sobre a conveniência de um amplo bloqueio da moeda em circulação (Kindleberger, 1993, pp. 398-399). Percepção semelhante apareceu no debate ocorrido no Japão em 1948. O bloqueio da liquidez realizado em fevereiro de 1946 naquele país tivera seus efeitos revertidos pelo descontrole da emissão de moeda nos meses seguintes, em razão de fortes pressões fiscais, seguindo-se nova aceleração inflacionária. Com o programa alemão de 1948, cresceu a apreensão quanto ao risco de novo bloqueio, alternativa criticada sob o argumento de que a inflação do pós-guerra já consumira o excesso de moeda e uma reforma monetária como a alemã só traria deflação e desemprego (Miyata, 1953, p. 28; Torres, 1983, p. 34). Em alguns casos tratava-se mesmo de alguma forma de hiperinflação reprimida: os preços continuavam estáveis nos mercados legais, mas a moeda perdera quase inteiramente o seu valor, subsistindo apenas como meio de conta para registros legais e como meio de troca para transações de baixo valor nas regiões rurais. Na Alemanha, a partir de 1945 generalizaram-se o escambo e o uso de moeda estrangeira e outras moedas substitutas (como o maço de cigarros entre as pessoas e o carvão entre as empresas). Durante a guerra a renda nacional caíra cerca de 75%, mas o 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, pp. 142-144). Por isso mesmo os programas desse período foram designados como profiláticos, medidas preventivas contra o risco de violentos surtos inflacionários que consumissem os saldos monetários excedentes, embora na maioria deles a inflação continuasse muito baixa (Klopstock, 1946, p. 579). Nas palavras de Gurley (1953, p. 88), estes programas tinham por objetivo

reduzir imediatamente as pressões inflacionárias nos preços e nos salários que se manifestavam por toda a Europa desde o início do pós-guerra. Esperava-se que a redução ou bloqueio parcial dos ativos líquidos viabilizaria este objetivo, ao reduzir a demanda agregada por bens e serviços, aumentar os incentivos ao trabalho e desestimular a estocagem de bens.

Excluindo-se os poucos casos de hiperinflação aberta (também enfrentados com bloqueio de cédulas e títulos), em que as taxas de conversão dos haveres bloqueados atingiram 50 bilhões da unidade monetária antiga para cada unidade nova na Grécia e 400 octilhões na Hungria (Gurley, 1953, p. 81), a maior parte dos bloqueios do segundo pós-guerra enfrentou um quadro de inflação reprimida. Foram comuns taxas de conversão de haveres bloqueados da ordem de apenas um dígito ou de até uma centena, para cédulas e montantes individuais de valor elevado.

No estudo sobre os programas europeus dessa época, Gurley (1953, pp. 79-80) considera-os parte de um mesmo conjunto e classifica-os de acordo com o tipo de bloqueio adotado: retenção de cédulas e depósitos, com liberação parcial depois, ou conversão de todos os haveres bloqueados de acordo com paridades punitivas, ou combinações das duas modalidades. Além de conter a temida explosão da demanda e dos preços, estes 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 do 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, em que a oferta 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, contudo, entre os principais objetivos do bloqueio destacava-se a identificação dos ativos acumulados nos anos anteriores, obrigando os detentores de grandes saldos de moeda e títulos a apresentá-los e justificar sua posse (como na França em 1945), além do controle da repatriação de cédulas e títulos enviados para fora do país em algum momento anterior. Pretendia-se assim criar condições para punir atividades criminosas e de colaboração com o inimigo e aplicar um imposto de capital abrangente (como na Bélgica em 1944). Em alguns países havia o propósito de cancelar ou repudiar dívida emitida pelo governo nacional ou por governos títeres.

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

precondição indispensável para a aplicação posterior das políticas convencionais, especialmente nos casos em que se haviam deteriorado muito o incentivo ao trabalho e o funcionamento dos mercados (Gurley, 1953, pp. 99-100). O caso de maior destaque, o da 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 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. Sessenta dias depois da troca de moeda os preços estariam subindo a taxas de 10% ao mês (não havia índices de preços precisos) e formou-se o consenso de que a oferta monetária estava crescendo com excessiva rapidez, principalmente em virtude da rápida e vigorosa expansão do crédito bancário. As autoridades demoraram a reagir, possivelmente pelo interesse em 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 econômica¹².

A terceira onda de bloqueios da liquidez em nosso século ocorreu na América Latina na década de 1980 e esteve ligada aos efeitos da grave crise de financiamento externo que afetou fortemente as economias do continente. Os casos mais conhecidos são os da Argentina e Brasil, no início de 1990, dois dos países mais afetados pela crise da dívida externa, marcados por inflação muito alta e crônica e diversas tentativas malsucedidas de estabilização nos anos anteriores. Os dois programas envolveram o bloqueio de depósitos bancários e títulos da dívida pública, sem afetar o papel-moeda. Os três primeiros casos da década no continente, contudo, podem ser caracterizados como programas de desdolarização, alcançando apenas depósitos em dólares no sistema bancário doméstico, convertidos compulsoriamente em moeda nacional, a taxas mais ou menos punitivas, e bloqueados por curto espaço de tempo, sem afetar outros haveres financeiros. Houve episódios deste tipo em 1982, no México (Damill, Fanelli e Frenkel, 1994, p. 235) e na Bolívia (Guidotti e Rodríguez, 1992, p. 523), e em 1985, no Peru (Chumbe, 1995, pp. 243-245; *Actualidad Económica*, 1985, pp. 2-7).

(12) Ver a respeito: Emmer, 1955, pp. 55-58; Gurley, 1953, pp. 92-93; Klopstock, 1949, p. 286; Lutz, 1949, pp. 129-134.

A economia argentina e os antecedentes do Bonex

A Argentina foi um dos países latino-americanos mais duramente afetados pela crise dos anos 1980 (*tabela 1*)¹³. A industrialização por substituição de importações já vinha enfrentando problemas. No melhor período, 1964-74, o PIB cresceu na média anual de 4,5%. Em 1976, o

(13) Sobre a economia argentina nos anos 1980, as referências adotadas neste trabalho estão em Damill, Fanelli e Frenkel, 1994, pp. 67-91, e Carciofi, Barris e Cetrángolo, 1994, pp. 17-26.

colapso da política de desenvolvimento com distribuição de renda do governo peronista precipitou novo golpe militar, seguindo-se drástica reorientação da política econômica. A combinação de abertura externa, desregulamentação financeira e âncora cambial conduziu à grave crise iniciada em 1981, à qual se somaram os efeitos do choque externo de 1982 e da guerra das Malvinas.

Tabela 1

Evolução de indicadores macroeconômicos

Argentina

1981-93

Anos	Indicadores					
	PIB ¹	Investimento ¹	Inflação mensal ²	Câmbio ²	Salários ³	Balança comercial ⁴
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

Fonte: Banco Central de La República Argentina e Cepal (in: Durán e Sabaini, 1995, p. 7).

(1) Taxa de variação no ano.

(2) Taxa de variação média mensal.

(3) Índice 1981 = 100.

(4) US\$ milhões de 1992.

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 da sociedade, o novo governo não conseguiu ir além de medidas de curto prazo, acuado pela inflação e pelos credores externos. O choque heterodoxo de 1985, o Plano Austral, acabou derrotado depois de um período inicial de grande sucesso e a inflação voltou com força no segundo semestre de 1986. As tentativas de estabilização nos anos seguintes também não tiveram sucesso, desembocando no primeiro surto hiperinflacionário, de maio a julho de 1989

(*tabela 2*). A posse antecipada do novo presidente, Carlos Menem, acalmou a economia, mas o crédito de confiança consumiu-se em tentativas de estabilização igualmente frustradas. O segundo surto hiperinflacionário, em dezembro, precipitou o bloqueio de haveres financeiros, no Ano Novo de 1990. Depois de outros insucessos, anunciou-se em março 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, pp. 1-6).

Tabela 2
Variação mensal dos preços ao consumidor e do câmbio
Argentina
1989-90

Meses	Em porcentagem			
	Variação dos preços ao consumidor e do câmbio			
	IPC/1989	Câmbio/1989	IPC/1990	Câmbio/1990
Janeiro	8,9	5,8	79,2	55,1
Fevereiro	9,6	9,0	61,6	115,0
Março	17,0	13,9	95,5	30,6
Abril	33,4	138,3	11,4	3,3
Maió	78,5	132,1	13,6	1,8
Junho	114,5	70,4	13,9	7,1
Julho	196,6	165,9	10,8	1,7
Agosto	37,9	15,4	15,3	12,8
Setembro	9,4	0,4	15,7	-3,7
Outubro	5,6	0,5	7,7	-3,1
Novembro	6,5	0,5	6,2	-4,6
Dezembro	40,1	76,1	4,7	-2,2

Fonte: Durán e Collar, 1991, p. 21.

Os surtos hiperinflacionários de 1989-90 levaram a economia argentina à beira do colapso. A crise fiscal se agravou bastante no primeiro semestre de 1989, até o surto de junho (*tabela 3*)¹⁴. Com o programa de estabilização anunciado logo após a posse do novo governo, em julho, 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 de renda e criar um imposto sobre o

(14) O quadro fiscal acompanhou o cenário macroeconômico nos anos 1980. A receita tributária declinou ainda mais com o fim do Plano Austral e atingiu o fundo do poço em 1989-90. As estatísticas fiscais argentinas do período contêm discrepâncias. A *tabela 3* é de Durán e Collar, 1995, p. 18.

ativo das empresas, avançava com firmeza no sempre desejado aperfeiçoamento do principal tributo argentino, o imposto sobre valor adicionado (IVA), com fortes iniciativas de combate à evasão e de aprimoramento administrativo e legal.

Tabela 3

Evolução das receitas e gastos no setor público não-financeiro
(contas selecionadas)
Argentina
1985-92

Receitas e gastos	Em % do PIB, critério de caixa							
	Anos							
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Receitas correntes	15,4	15,9	15,1	13,8	14,8	14,4	15,7	17,2
Receitas de capital	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	1,0	0,9
Privatizações	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	1,0	0,8
Receitas totais	15,7	16,0	15,3	14,0	15,1	14,8	16,7	18,0
Gastos correntes	16,9	15,9	16,4	15,0	17,1	14,9	16,1	16,4
Juros líquidos	4,4	2,9	3,0	2,5	5,0	2,9	2,2	1,4
Gastos de capital	2,5	2,4	2,8	2,4	2,1	1,4	1,0	1,0
Gastos totais	19,4	18,2	19,2	17,4	19,2	16,3	17,1	17,4
Resultado	-3,7	-2,2	-3,9	-3,3	-4,2	1,4	-0,4	0,6

Fonte: Ministério da Economia da Argentina e FMI (in: Durán e Collar, 1995, p. 18).

O segundo surto hiperinflacionário trouxe novas medidas fiscais, algumas anunciadas junto com o Plano Bonex, mas implementadas na sua maioria apenas ao longo de 1990 e 1991. As novas medidas incluíam um imposto de emergência sobre as receitas das empresas públicas e o aumento de alíquotas do imposto de exportação, do imposto sobre ativos e do IVA. A necessidade imperiosa de melhorar rapidamente o desempenho fiscal para sustentar o programa de conversibilidade, em março e abril de 1991, acelerou a implantação do programa tributário planejado desde 1989 e que vinha sendo levado à prática muito devagar. Seus eixos básicos foram seguidos de forma permanente a partir de então¹⁵.

Entre os determinantes da crise avultava a deterioração da posição cambial da Argentina. A dívida externa pulou de US\$ 27,2 bilhões em 1980 para US\$ 63,3 bilhões em 1989 (de 17% do PIB para 60% do PIB). O ajuste recessivo reduziu as importações de 11,9% do PIB para apenas 5,5% no mesmo período, enquanto as exportações subiram de 7,0% do PIB para 11,5%. Apesar do esforço, os indicadores externos não melhoraram: a dívida externa passou de 300% para 500% das exportações e os juros brutos

(15) Sobre a reforma tributária, ver Carciofi, Barris e Cetrángolo, 1994; Durán e Collar, 1995; Durán e Sabaini, 1995.

continuaram em 40% deste agregado (Damill, Fanelli e Frenkel, 1994, pp. 81-86). A crise da dívida externa acentuou a tendência de desmonetização em curso desde os anos 1960. O M3 (incluindo depósitos domésticos em dólar) recuou do nível médio de 30% do PIB na década de 1950 para 20% nos dois decênios seguintes e 13% em média de 1983 a 1989; em dezembro de 1989 o M3 se reduzira a 10,8% do PIB, caindo para apenas 6,8% em janeiro de 1990 e 5,5% em fevereiro, em consequência do Plano Bonex e do terceiro surto hiperinflacionário (Streb, 1990, pp. 201-202; Lauría, 1990, pp. 24-25). Em novembro de 1989, antes do segundo surto, os depósitos bancários eram de US\$ 5,9 bilhões, com PIB estimado em US\$ 70 bilhões (Lauría, 1990, p. 21). O M1 caiu de 5,5% do PIB em 1980 para 2,2% em 1988-89 e o crédito total (inclusive Banco Central e entidades financeiras não-bancárias), de 28,3% do PIB em 1982 para 17,9% em 1989 (Damill, Fanelli e Frenkel, 1994, pp. 88-89).

A desmonetização resultava dos efeitos combinados da crise fiscal e da crise cambial do começo da década. Com a dificuldade de financiamento interno ou externo, o governo recorreu aos recolhimentos compulsórios sobre reservas e depósitos dos bancos. Parcelas crescentes dos recursos captados em depósitos a prazo, em geral de sete dias, eram recolhidas ao Banco Central de la República Argentina (BCRA) e remuneradas a juros de mercado (Arce, 1993, p. 87; Canavese, 1992, pp. 12-13), o que preservava a solvência dos bancos e reduzia a oferta de crédito, acentuando a desmonetização.

Os juros altos, utilizados como instrumento de política monetária e cambial, aumentavam a dívida pública, mas esse aumento era seguidamente corroído pelos saltos bruscos da inflação. Ainda assim, a dívida interna subiu de 6,1% do PIB em 1985 para 10,9% em 1988 (Artana, Libonatti e Rivas, 1991, p. 60), mas o surto hiperinflacionário de meados de 1989 reduziu novamente o valor real da dívida. Com a queda da inflação a partir de agosto, a dívida pública voltou a crescer, retornando a níveis próximos da média de 1987, mas em condições de prazo e custo bem mais desfavoráveis ao setor público (Damill e Frenkel, 1991, p. 31). Segundo a Cepal (1991, p. 10), em dezembro de 1989 "a dívida interna do Banco Central na forma de recolhimentos obrigatórios remunerados não era grande — por volta de 6% do PIB —, mas era exigível em prazos muitos curtos". Para Llach (1990, p. 36), 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, inclusive por força do aumento da emissão de títulos corrigidos pelo câmbio.

A velocidade deste aumento aguçou a percepção de um risco crescente de insolvência do setor público, levando a novos movimentos de fuga dos aplicadores. 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 BCRA, 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 a tentativa de reprogramar ou converter voluntariamente parte da dívida pública em dólares (Damill e Frenkel, 1991, p. 34; Murphy, 1991, p. 70) em novembro, pouco antes do pacote de 10 de dezembro de 1989, que tanto contribuiu para detonar o segundo surto hiperinflacionário.

Havia consciência crescente de que o endividamento público se tornara insustentável, em face dos efeitos cada vez mais perversos da instabilidade macroeconômica. Os picos de alta da inflação não reduziam o estoque da dívida, dado o volume crescente de títulos vinculados ao dólar, mas os momentos de queda da inflação faziam a dívida crescer bastante. O BCRA 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 altos e pela expectativa de alguma estabilidade do câmbio a curto prazo.

O quadro do final dos anos 1980, portanto, agravado sobremaneira às vésperas do Bonex, caracterizava-se pela crescente dificuldade do governo para obter financiamento por emissão monetária ou por colocação de dívida, em razão dos efeitos combinados da acentuada desmonetização e da forte insegurança quanto à posição cambial do país, inclusive pela inexistência de financiamento externo voluntário e pela acentuada deterioração dos indicadores de solvência externa. Embora a dívida pública fosse pequena em relação ao PIB, o espaço para financiá-la era cada vez menor, alimentando as dúvidas quanto à liquidez dos papéis, o que por sua vez reforçava a desconfiança, a fuga das aplicações financeiras e a desmonetização. A emissão de moeda, por menor que fosse, gerava pressões sobre os preços e sobre o câmbio, com novas ondas de especulação e de fuga dos títulos públicos.

O Plano Bonex

Com as medidas anunciadas no final dos feriados de Ano Novo de 1990, com validade retroativa a 28 de dezembro de 1989, conhecidas depois como Plano Bonex, os depósitos a prazo fixo, títulos da dívida pública interna e depósitos indisponíveis de instituições financeiras no Banco Central foram convertidos compulsoriamente, em 1^a de janeiro de 1990, em *bonos externos* (Bonex), títulos da dívida pública com dez anos de prazo e rendimento atrelado à libor. A conversão seria ao par, na taxa de 1.830 austrais por dólar, pouco inferior à cotação do mercado paralelo nos últimos dias de dezembro, de 1.950 a 2.000 austrais por dólar. Juros devidos a partir de 28 de dezembro não seriam considerados. Titulares de depósitos a prazo podiam sacar um 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.

A opção pelo bloqueio seguiu-se ao segundo surto hiperinflacionário, deflagrado pelo choque de 10 de dezembro de 1989, o qual incluía a desvalorização cambial de 53%, um "tarifaço" de 60% a 70% e o anúncio de reprogramação para dois anos dos títulos do Tesouro, que representavam cerca de 25% da dívida interna. 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 de dezembro, o novo ministro da Economia, Ermán González, 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 até mesmo, caso a situação fiscal permitisse, adiantar o pagamento dos títulos reprogramados na semana anterior¹⁶.

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 BCRA. A ameaça de uma abrupta corrida bancária crescia com estas conjecturas, levando o público a preferir desfazer-se dos haveres financeiros em austrais. Nesse quadro, os bancos não conseguiam renovar os depósitos a prazo, mesmo oferecendo juros acima de 100% ao mês, e só podiam resgatar os depósitos do público sacando dos seus próprios depósitos no BCRA ou liquidando suas posições em títulos do Tesouro, rubricas que absorviam a maior parte dos seus ativos. Embora não houvesse uma corrida bancária na forma de saques em massa pelo público, a crescente dificuldade de renovação dos depósitos a prazo apontava para a monetização da maior parte da dívida pública, com previsível explosão dos preços, dado o quadro hiperinflacionário latente. Só em 26 de dezembro o dólar subiu 30% (Heymann, 1990, p. 22).

A decisão de realizar o bloqueio foi tomada às pressas durante o feriado de Ano Novo, sob a pressão dos acontecimentos. O elevado grau de improvisação é uma das explicações para as diversas mudanças no desenho das medidas ao longo das semanas seguintes, em especial a abertura de exceções ao bloqueio, com a liberação de boa parte dos saldos retidos, embora também tenham contribuído para tanto as tensões geradas pela forte contração da liquidez nos primeiros dias de janeiro.

Não existia na equipe econômica um programa unânime e as medidas foram assumindo características resultantes dos acordos tácitos que se iam estabelecendo entre ministros e funcionários com diferentes concepções sobre o que se deveria fazer e que sofriam as pressões dos diferentes atores envolvidos: o governo, os banqueiros, os devedores (representados principalmente pelas associações de industriais) e a

(16) Sobre a situação em dezembro de 1989, ver Damill e Frenkel, 1991, pp. 34-37.

opinião pública, que em alguns casos impulsionou com êxito a adoção de algumas medidas (Lauría, 1990, pp. 19-20).

Além do evidente propósito de responder à rápida deterioração do quadro econômico e aos crescentes riscos de descontrole, não está claro o que pretendiam exatamente as autoridades econômicas ao adotar as medidas de bloqueio da liquidez. Segundo o Ministério da Economia (República Argentina, s/d, pp. 14-15), a conversão pretendia "evitar a repetição de um processo altamente custoso", erradicando "o refinanciamento do déficit fiscal a curto prazo e com taxas de juros fortemente positivas e pressionadas pelas expectativas negativas dos mercados", além de

atender simultaneamente à maior demanda do setor privado por ativos dolarizados. [...] Diante da alternativa de pagar com hiperinflação ou refinarciar com estabilidade, o Estado opta pela política de estabilidade monetária, que melhor preserva os interesses gerais.

Para Durán e Collar (1995, p. 20), o objetivo maior era fiscal e o programa assumiu a forma de bloqueio da liquidez dos haveres financeiros porque a maior parte da dívida do governo estava em poder dos bancos e era financiada com depósitos a prazo do público:

Para neutralizar a corrida aos bancos e evitar a quebra do sistema financeiro, em conjunto com a necessidade de diminuir o peso da dívida interna, em janeiro a nova equipe econômica decidiu apropriar-se dos depósitos a prazo fixo do público e das instituições financeiras no Banco Central. Estes depósitos deveriam ser restituídos por títulos públicos da dívida externa. [O Bonex] permitiu uma redução substantiva do déficit quase-fiscal.

Para o BCRA (1991), o objetivo relevante era criar condições para recuperar o controle sobre a oferta de moeda:

O Plano Bonex foi a troca compulsória de depósitos a prazo fixo e de títulos públicos por Bonex 89. O objetivo da medida era eliminar os passivos monetários remunerados (recolhimentos, depósitos indisponíveis e depósitos especiais) para erradicar o déficit quase-fiscal. Não se pretendia cancelar os créditos dos bancos junto ao BCRA, e sim elevar o prazo médio desta dívida, para permitir a retomada do controle sobre a oferta monetária. [...] Embora sob o risco de deteriorar

a reputação do Estado como pagador de suas obrigações, a eliminação deste problema, pela sua magnitude, facilitou enormemente a passagem para um sistema monetário que poderia adaptar-se a situações de baixa inflação. Sem eliminar este fator endógeno de criação de moeda não se poderia levar a cabo uma verdadeira política monetária ativa.

A relevância dos objetivos monetários é destacada também por Lauría (1990, p. 20):

Com a destruição de quase todos os meios de pagamento pela troca por títulos do governo, ocorreu um impulso deflacionário e caiu a cotação do dólar no mercado de câmbio, que continuava livre. Este era precisamente o objetivo da política econômica.

O bloqueio provocou grande redução dos haveres financeiros, com forte contração da liquidez e a virtual paralisação da economia e do sistema bancário nos primeiros dias. No final de janeiro, contudo, embora o M3 tivesse caído 60% em termos reais, no M1 a redução real em dólares era de apenas 15%, em razão da ampla liberação de austrais retidos e também das emissões do BCRA para atender a necessidades fiscais e cambiais. Em 28 de dezembro havia cerca de US\$ 3,5 bilhões em depósitos a prazo, dos quais 54% recolhidos ao BCRA, 15,6% aplicados em títulos públicos e 30,4% em crédito (Canavese, 1992, p. 16). Do total de depósitos a prazo, contudo, cerca de 60% teriam sido liberados de imediato e nas semanas seguintes, ficando retidos pouco mais de US\$ 1 bilhão (Lauría, 1990, p. 20). Vale observar que, em novembro de 1989, 70,6% dos passivos bancários eram depósitos a prazo, 5,6% eram depósitos de poupança e 10,9%, depósitos à vista (Lauría, 1990, p. 22). As reservas externas eram de US\$ 3,4 bilhões em dezembro (BCRA, 1991).

Pelas análises disponíveis, conclui-se que as liberações e emissões foram provocadas no essencial pela demanda de moeda para manter as atividades essenciais do setor privado e do setor público. As empresas precisavam pagar salários e não tinham como recolher tributos, o que agravava a iliquidez do Tesouro, pressionado para pagar o funcionalismo e os benefícios previdenciários. Houve também fortes demandas do sistema financeiro, sem caixa para atender aos depositantes desejosos de sacar os valores liberados, sobretudo em razão da virtual paralisação do mercado interbancário nos primeiros dias após o bloqueio e da impossibilidade de cobrar os créditos que iam vencendo.

Um documento oficial (República Argentina, 1993, p. 15) discrimina os fatores de expansão monetária durante 1990 (compra de US\$ 4,2 bilhões de divisas, financiamento do BC ao Tesouro, redesconto a bancos estatais,

desequilíbrios fiscais em organismos descentralizados e empresas), mas não esclarece sua distribuição ao longo do ano. 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". Ele 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, continuassem carregando títulos e bônus de dívida pública em austrais. Para Lauría (1990, p. 20), a expressiva liberação de depósitos retidos resultou de necessidades básicas da economia e de pressões da opinião pública: o bloqueio provocara a imediata paralisação do sistema bancário, com carência generalizada de liquidez em todo o país, e nas semanas seguintes as empresas foram autorizadas a utilizar depósitos retidos para pagamento de salários e impostos, permitindo alguma reativação dos negócios.

A análise da Cepal (1991, p. 13) é semelhante:

...a liquidez se recuperou rapidamente, em virtude da devolução de pequenos depósitos [...] e de fundos destinados ao pagamento de salários (que se havia admitido como exceção à norma geral de conversão); além disso, embora o Tesouro Nacional tenha tido um superávit de caixa, houve expansão de gastos para o pagamento de pensões, enquanto por seu lado o Banco Central comprava divisas. No final de janeiro, grande parte do efeito monetário da conversão havia se diluído: embora o valor real dos ativos financeiros fosse menor, a moeda medida em dólares era apenas 13% inferior ao existente antes do Plano Bonex, e não se esperava uma recuperação da demanda real por meios de pagamento.

O dólar paralelo recuou 30% no começo de janeiro, depois de ter subido quase 100% a partir de 10 de dezembro. A inflação desacelerou bruscamente, com a taxa de crescimento semanal dos preços ao consumidor despencando de 25% para quase zero na segunda metade do mês. Contudo, nos últimos dias de janeiro as pressões inflacionárias estavam de volta, ao lado de forte desconfiança quanto à estabilidade do câmbio. Confiando que os fundamentos do processo inflacionário haviam se alterado de forma muito substantiva, o governo promoveu um "tarifaço" de 97%. No início de fevereiro houve novo surto hiperinflacionário, com a variação semanal dos preços ao consumidor ultrapassando 35%.

A reaceleração do dólar e dos preços a partir da primeira semana de fevereiro parece ter sido detonada pelo "tarifaço" de 97% anunciado no princípio do mês. Esta medida foi adotada na expectativa de que

REFERÊNCIAS

Actualidad Económica. Lima, nº 78, ago./1995.

Adeba (Asociación de Bancos de la República Argentina). *Memoria de la Adeba*. Buenos Aires, s/d.

Arce, Horacio. "El bimonetarismo de la ley de convertibilidad argentina de 1991". *Monetaria*, jan.-mar./1993, pp. 79-110.

Artana, Daniel, Libonatti, Oscar e Rivas, Carlos. "Algunas consideraciones sobre el endeudamiento y la solvencia del sector público argentino". *Boletín Informativo Téchint*. Buenos Aires, nº 266, abr.-jun./1991, pp. 53-72.

BCRA (Banco Central de la Republica Argentina). *Memooria del Banco Central de la Republica Argentina*. Buenos Aires, 1991.

Bettelheim, Charles. *Las luchas de clases en la URSS. Segundo periodo, 1923-1930*. Madrid: Siglo XXI, 1978.

Canavese, Alfredo J. *Hiperinflation and convertibility based stabilization in Argentina*. Buenos Aires: Instituto Torcuato Di Tella, 1992 (mimeo).

Carciofi, Ricardo, Barris, Guillermo e Cetrángolo, Oscar. *Reformas tributarias en América Latina*. Santiago do Chile: Cepal, 1994.

Carvalho, Carlos E. *Bloqueio da liquidez e estabilização: o fracasso do Plano Collor*. Campinas: tese de doutorado, IE-Unicamp, 1996.

Cavallo, Domingo. "Plano Bonex, um grave erro". *O Estado de S. Paulo*, 01/02/99, p. B-4.

Cepal (Comisión Económica para América Latina y El Caribe). *Estudio económico de América Latina y El Caribe, 1990 (vol. II)*. Santiago do Chile: Cepal, 1991.

Chumbe, William V. "Dinámica de la sustitución monetaria en Perú: teoría y evidencia empírica". *Monetaria*, jul.-set./1995, pp. 229-271.

Dall'Acqua, Fernando M. "A reforma monetária de 1948 na Alemanha". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 20(1), abr./1990, pp. 141-160.

Damill, Mario e Frenkel, Roberto. "Hiperinflación y estabilización: la experiencia reciente". In: Rozenwurcel, Guillermo (org.). *Elecciones y política económica en América Latina*. Buenos Aires: Editorial Tesis/Cedes, 1991, pp. 1-82.

não teria impacto inflacionário. Esta expectativa baseava-se em duas idéias: i) os determinantes da taxa de câmbio se encontravam no mercado monetário e, em consequência, a elevação abrupta das tarifas públicas deveria atuar positivamente sobre seus fundamentos, incluindo-se aí as expectativas dos agentes; ii) o grau de dolarização dos preços era alto o suficiente para torná-los pouco sensíveis a outros sinais. Uma destas duas hipóteses (provavelmente ambas) revelou-se grosseiramente errada (Damill e Frenkel, 1991, pp. 49-50).

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. A inflação permaneceu na faixa de 10% a 15% ao mês até meados de 1990, caindo no final do ano (*tabela 2*). As medidas de março de 1990 são assim descritas por Damill e Frenkel (1991, pp. 39-40):

O governo respondeu à alta do câmbio e dos preços com uma forte restrição monetária, exigindo dos bancos, que perdiam depósitos, a devolução dos empréstimos de liquidez concedidos nos meses anteriores e fixando limites estreitos para seu endividamento junto ao Banco Central. Produziu-se então um fato novo e significativo (particularmente na ausência de um plano de estabilização consistente): pressionados pelo governo para enquadrar suas contas nas regras estabelecidas pela autoridade monetária, os bancos venderam dólares (ou forçaram seus clientes a cancelar créditos) e se produziu assim, no início de março, um excesso de oferta no mercado de câmbio. Se até então em diversos episódios a política monetária se revelara ineficaz para afetar a tendência da taxa de câmbio — no mercado livre ou no paralelo, segundo a ocasião—, neste momento, atuando sobre bancos à beira da quebra e forçados pelos regulamentos institucionais a "demandar dinheiro", a ação do Banco Central contribuiu para conter a bolha especulativa no câmbio.

É difícil definir em que medida a estabilização do ritmo da alta dos preços que encerrou o ciclo hiperinflacionário deve ser atribuída ao Plano Bonex ou às medidas de março de 1990. O principal problema é que a política de estabilização de março provavelmente só se tornou possível em razão da ocorrência prévia do bloqueio (e do terceiro surto hiperinflacionário, talvez), o que teria aumentado os graus de liberdade do BCRA frente aos mercados e intensificado a necessidade dos residentes de internalizar recursos mantidos no exterior, pela forte redução dos haveres financeiros não-monetários, ou seja, a dívida pública. Defende-se também que o

Damill, Mario, Fanelli, José M. e Frenkel, Roberto. *Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta. Los casos de Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Chile e México*. Santiago do Chile: Cepal, 1994.

De Cecco, Marcello. "The Italian debt conversion of 1906". In: Dornbusch, R. e Draghi, M. (orgs.). *Public debt management: theory and history*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990, pp. 263-292.

Durán, Viviana e Collar, Diana. *Las políticas fiscales en Argentina: 1985-1992*. Santiago do Chile: Cepal/PNUD, 1995 (série Política Fiscal, nº 65).

Durán, Viviana e Sabaini, Juan. *Lecciones sobre reformas fiscales en Argentina: 1990-1993*. Santiago do Chile: Cepal/PNUD, 1995 (série Política Fiscal, nº 68).

Eichengreen, Barry. "The capital levy in theory and practice". In: Dornbusch, R. e Draghi, M. (orgs.). *Public debt management: theory and history*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990, pp. 191-228.

Emmer, R. "West German monetary policy 1948-54". *Journal of Political Economy*, 63(1), 1955, pp. 52-69.

Guidotti, Pablo E. e Rodriguez, Carlos A. "Dollarization in Latin America: Gresham's Law in reverse?" Washington: FMI, 1992 [*Staff Papers*, 39(3)], pp. 518-544.

Gurley, John G. "Excess liquidity and European monetary reforms, 1944-1952". *American Economic Review*, 43(1), mar./1953, pp. 76-100.

Heymann, Daniel. *From sharp disinflation to hyper, twice: the Argentine experience, 1985-1989*. Buenos Aires: Cepal, 1990 (mimeo).

_____, e Leijonhufvud, Axel. *On the use of currency reform in inflations tabilization*. Buenos Aires, 1990 (mimeo).

Kindleberger, Charles P. *A financial history of Western Europe*. 2ª ed. Nova York: Oxford University Press, 1993.

Klopstock, Fred H. "Monetary reform in liberated Europe". *American Economic Review*, 36(4/1), set./1946, pp. 578-595.

_____. "Monetary reform in Western Germany". *Journal of Political Economy*, 57(4), 1949, pp. 277-292.

principal efeito positivo do Bonex apareceu nas finanças públicas, com a redução dos problemas causados pelos juros elevados e pela liquidez da dívida pública, o que teria inclusive permitido o sucesso da conversibilidade e a estabilização monetária a partir de 1991.

A reforma monetária converteu com êxito a dívida pública em títulos, alongou os prazos de vencimento [...] de sete dias para dez anos e reduziu as taxas de juros para os níveis da libor, mas agora toda a dívida estava vinculada ao dólar. [...] Para o Tesouro, em 1990 o pagamento de juros sobre a dívida pública foi reduzido em 4,8% do PIB. A reforma monetária do Plano Bonex colocou a economia à beira da completa dolarização e tornou inevitável a passagem para um esquema de conversibilidade caso se pretendesse salvar a moeda nacional, mas também tornou possível o equilíbrio fiscal ao permitir a abrupta redução do peso dos juros de curto prazo (Canavese, 1992, pp. 16-20).

Os números disponíveis sobre os resultados fiscais da Argentina (tabela 3), contudo, não confirmam essa tese de forma inequívoca. O gasto líquido com juros de fato caiu bastante em 1990-91 em relação a 1989, mas a queda foi menos acentuada se a comparação é com 1986-88, e a redução dos gastos de capital pode ser atribuída em boa medida às privatizações. O forte aumento da receita resultou dos efeitos combinados da reforma tributária, das medidas de administração tributária e da volta do crescimento (Durán e Collar, 1995).

Conclusões

A exemplo de outros episódios de bloqueio da liquidez de ativos financeiros, o chamado Plano Bonex apresenta um perfil bastante singular. O quadro econômico em que ocorreu, depois de muitos anos de inflação elevada e de crise do financiamento externo, combinava intensa desmonetização, acentuada redução do valor real dos haveres financeiros, do crédito e da dívida pública interna, forte desconfiança quanto à solvência externa e interna, inexistência de fontes de financiamento para o setor público e sucessivos surtos hiperinflacionários. Este contexto tinha pouco em comum com o cenário dos anos de pós-guerra em que ocorreram as duas ondas anteriores de bloqueios da liquidez no século XX.

O quadro econômico argentino do final dos anos 1980 também guardava diferenças importantes em relação ao verificado no Brasil na época, pelo menos quanto à intensidade de alguns problemas comuns aos dois países e a outras economias latino-americanas às voltas com os

Lauría, Jorge O. "Después de la hiperinflación: la experiencia del sistema financiero argentino 1989-1990". In: *Conferencias y trabajos del Sexto Congreso de Fibafin*. Bogotá: Federación Iberoamericana de Asociaciones Financieras, 1990, pp. 15-27.

Llach, J. *Las hiperestabilizaciones sin mitos*. Buenos Aires: Instituto Torcuato Di Tella, 1990 (DTE 168).

Lutz, F. A. "The German currency reform and the revival of the German economy". *Economica*, n° 16, maio/1949, pp. 122-142.

Makinen, Gail E. e Woodward, G. Thomas. "Funding crises in the aftermath of World War I". In: Dornbusch, R. e Draghi, M. (orgs.). *Public debt management: theory and history*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990, pp. 153-190.

Miyata, Kiyozo. "Development of devaluation-problem in post-war Japan". *Kobe Economic and Business Review*, n° 1, 1953, pp. 17-36.

Murphy, Ricardo López. "A experiência argentina: alta inflação, hiperinflação e estabilização fracassada". *Pesquisa e Planejamento Econômico* Rio de Janeiro, 21(1), abr./1991, pp. 55-78.

Ramallo, Valdir. "Alemanha, anos quarenta: antecedentes do confisco monetário". *Estudos Econômicos*. São Paulo, 23(2), maio-ago./1993a, pp. 267-296.

_____. "Elementos para uma avaliação de confiscos monetários". *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro, 47(4), out.-dez/1993b, pp. 533-564.

Republica Argentina. "Argentina en crecimiento". Buenos Aires: Ministério de Economia y Obras y Servicios Públicos, s/d.

Rozenwurcel, Guillermo. *Fiscal reform and macroeconomic stabilization in Argentina*. Buenos Aires, Cedes, 1994 (Documentos Cedes 103, série Economia).

Sargent, Thomas. "The ends of four big inflations". In: Hall, Robert E. (ed.). *Inflation: causes and effects*. Chicago: The University of Chicago Press, 1982, pp. 41-97.

Streb, Jorge M. "Y, si no hay más remedio... Inflación, desconfianza y la desintegración del sistema financiero en la Argentina". *Desarrollo Económico* (número especial). Buenos Aires, vol. 38, 1998, pp. 199-214.

desdobramentos da crise da dívida externa. Na Argentina a desmonetização era bem mais intensa, a dívida pública era muito menor, o sistema financeiro e o crédito haviam se reduzido drasticamente e pairava a ameaça imediata de novo surto hiperinflacionário e de corrida aos bancos.

Em relação ao momento atual da economia brasileira, as diferenças são incomparavelmente maiores. As magnitudes envolvidas são de outra ordem, tanto na dívida pública quanto no grau de aprofundamento financeiro, medido pelo tamanho do crédito e dos passivos bancários. O contexto macroeconômico é muito diferente, inclusive quanto às perspectivas de financiamento externo e interno do setor público. Assim, mesmo que diante de uma súbita deterioração do quadro econômico volte-se a considerar a consolidação da dívida pública ou o bloqueio de haveres financeiros no Brasil, o diagnóstico dos problemas a enfrentar e a natureza das medidas deveriam ser muito diferentes do verificado na experiência argentina de 1989-90.

A análise do Plano Bonex e dos seus predecessores confirma que os resultados de programas desse tipo são em geral limitados. Um mês após o bloqueio houve novo surto hiperinflacionário, seguindo-se longo período de inflação elevada, até a adoção da conversibilidade. O quadro fiscal melhorou, mas nesta área é difícil separar os efeitos do bloqueio daqueles decorrentes de outros processos que afetaram fortemente as finanças públicas na Argentina, notadamente a ampla e vigorosa reforma tributária e as privatizações.

Pode-se afirmar que os graus de liberdade para a execução da política monetária e cambial cresceram muito na Argentina depois do bloqueio, caso se tome como referência o quadro caótico de 1988 e 1989. O Plano Bonex pode ter sido uma das últimas opções diante de um quadro de intensa instabilidade e crescente imobilização do governo, ou mesmo a única. Esta excepcionalidade é um forte motivo adicional a recomendar que o Bonex não seja considerado uma alternativa para situações mais próximas dos problemas usuais da política econômica.

Torres Filho, Emame T. *O mito do sucesso: uma análise da economia japonesa no pós-guerra (1945-1973)*. Rio de Janeiro: IEL/UFRJ, 1983 (Texto para Discussão n° 37).

Veitch, John M. "Repudiations and confiscations by the medieval State". *Journal of Economic History*, XLVI(1), mar./1986, pp. 31-36.

Zini Jr., Álvaro A. "Fundar a dívida pública". *Planejamento e Políticas Públicas*. Brasília, n° 2, dez./1989, pp. 39-59.

_____. "Reforma monetária, intervenção estatal e o Plano Collor". In: Ipea. *O mercado e o Estado no desenvolvimento econômico dos anos 90*. Brasília, 1993, pp. 291-337.

Recebido para publicação em 25 de outubro de 1999.

Carlos Eduardo Carvalho é professor do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da PUC-SP e pesquisador da Fundap.

Novos Estudos

CEBRAP

N.º 55, novembro 1999

pp. 37-60
