

A reforma monetária de 1948 na Alemanha*

FERNANDO MAIDA DALL'ACQUA**

O artigo discute o "Milagre Econômico Alemão" que se segue à reforma monetária de 1948. Cinco aspectos são objeto de análise: a política de equilíbrio orçamentário baseada no tratamento dado aos saldos dos haveres e obrigações financeiras do setor público; a originalidade da reforma monetária que aplicou fatores de conversão variáveis de acordo com valores e tipo de ativos financeiros; a ampla reforma bancária que assegurou a independência do Banco Central; a desregulamentação da economia; e o papel da ajuda externa que aliviou as pressões sobre a taxa de câmbio, constituindo-se assim em elemento essencial para o sucesso do plano de estabilização. A conclusão mostra como este conjunto de reformas constituiu — ao invés de um caso clássico de estabilização ortodoxa — um dos raros exemplos de ajustamento acompanhado por firme processo de crescimento.

1 — Introdução

Por duas vezes neste século a Alemanha enfrentou graves crises econômicas caracterizadas por profunda desorganização de seu sistema monetário. A primeira, iniciada em 1914, terminou em novembro de 1923, com o chamado "Milagre do Rentenmark". A segunda surgiu no final da década de 30 e findou em 1949, através de um plano de estabilização que se tornou conhecido como "Milagre Econômico Alemão".

É curioso notar que a primeira crise tem merecido muito mais atenção dos economistas do que a segunda. A razão provável é que a crise de 1914/23 teve sua manifestação mais evidente através de um processo hiperinflacionário, tema que polarizou a discussão acadêmica nos anos 80, devido principalmente às experiências recentes do Brasil, da Argentina e de Israel. A crise dos anos 40, ao contrário, não se manifestou através de uma hiperinflação, mas sim de um profundo processo de desagregação do sistema monetário, caracterizado pelo repúdio total à moeda nacional mediante a generalização do sistema de troca direta.

As reformas econômicas ensejadas por essas duas crises foram extremamente bem-sucedidas. Ambas conseguiram a recuperação imediata da confiança na moeda e a restauração do sistema monetário. Conceitualmente, no entanto, apresentaram diferenças fundamentais. A primeira consistiu basicamente na introdução de uma nova moeda (Rentenmark), com limites de

* Agradecimentos ao Prof. Alexandre Kafka pela assistência na bibliografia e comentários.

** Do IICA/OEA.

emissão predeterminados, e na fixação da taxa de câmbio não apenas formalmente, mas também através de intervenções diárias no mercado do dólar. Por sua vez, as finanças públicas foram reequilibradas, de um lado, através de cortes nas despesas e de uma reforma tributária que substituiu impostos indiretos específicos por impostos diretos e indiretos *ad valorem* e, de outro, pela intensa desvalorização da dívida pública provocada pela hiperinflação [Bresciani-Turroni (1937, pp. 355-7)]. Como se verá no artigo, a segunda reforma envolveu mudanças muito mais complexas não apenas nos aspectos monetários, mas principalmente em relação aos sistemas fiscal e financeiro e à dívida pública interna.

Para a economia brasileira, o chamado “Milagre Econômico Alemão” é tão ou mais relevante que a primeira reforma monetária alemã, ou seja, o “Milagre do Rentenmark”. Isto porque, apesar dos sintomas mais evidentes da crise atual estarem mais próximos da Alemanha de 1923, algumas das questões fundamentais a serem resolvidas apresentam forte similaridade com problemas enfrentados na reforma monetária de 1948.

2 — A emergência da crise

A crise econômica da década de 40 está associada principalmente à desordem fiscal provocada pela guerra. Aumentos nos gastos públicos com armamentos, exército, etc., eram acompanhados por uma contínua queda da receita tributária, provocada pela redução da atividade produtiva e pelo aumento das evasões. Crescentes déficits públicos eram financiados através da emissão de títulos e, principalmente, pela expansão monetária.

O governo praticava, portanto, políticas fiscal e monetária expansionistas, ao mesmo tempo que a oferta agregada se reduzia, em decorrência das dificuldades provocadas pela guerra. Aumentavam as pressões inflacionárias, que eram, no entanto, mantidas “submersas” através de amplos congelamentos de preços e salários, assim como de um rigoroso sistema de racionamento de produtos e de moeda estrangeira. Esses controles bloqueavam a explosão de um processo hiperinflacionário semelhante ao ocorrido na década de 20, ou seja, o excesso na oferta nominal de moeda não se manifestava através de um aumento de preços, mas sim de um declínio da velocidade de circulação, provocado por uma crescente acumulação de ativos monetários com reduzidas chances de serem utilizados na compra de bens e serviços produzidos ou importados. Em meados da década de 40, a quantidade de moeda em circulação havia aumentado quase 10 vezes em relação a 1936, quando Hitler impôs os controles de preços [Mendershausen (1949, p. 649)]. Em contraste, a produção havia caído para a metade e os preços aumentaram em cerca de 90%, indicando uma redução na velocidade de circulação de aproximadamente 10 vezes. A moeda nacional perdia, assim, sua significância, não pela depreciação, como ocorreu na hiperinflação de 1923, mas sim pela crescente limitação como meio de troca.

Esta situação não mudou significativamente após o término da guerra. Os governos militares instalados pelos aliados continuaram financiando os crescentes gastos nas respectivas zonas de ocupação, principalmente através da emissão de moeda, mantendo-se também os rígidos controles de preços e salários [Chambers (1948, p. 366)]. Continuou-se, assim, aumentando o excesso de moeda em relação à oferta de bens, o que foi gerando gradualmente uma repulsa à moeda nacional e uma radical modificação nos mecanismos de comércio. Os agentes econômicos perdiam o interesse em transações monetárias, na medida em que percebiam que a moeda recebida em troca da venda de bens teria poucas possibilidades de ser utilizada em novas transações. Generalizou-se a utilização de outros bens, tais como cigarros e café, em substituição à moeda nacional. Um crescente segmento do comércio passou a ser feito à margem da economia monetária, generalizando-se o sistema de troca direta [Eucken e Meyer (1948, p. 136)]. Estima-se que no final de 1947 quase a metade do valor total de bens negociados no mercado da zona de ocupação anglo-americana era transacionado sob a forma do que era chamado de comércio de compensação (*compensating trade*) para denotar venda de bens amarrada à entrega de outros produtos [Klopstock (1949, p. 279)].

Este sistema de transações não era realizado fora dos mecanismos normais de mercado, mas transformava-se em parte intrínseca desses mecanismos. Dessa forma, produtores agrícolas e industriais vendiam parte da produção em transações monetárias aos preços fixados pelo governo. Uma outra parcela, principalmente de produtos básicos como açúcar, manteira, café e ovos, era vendida no mercado negro a preços bem acima dos legais. O restante era trocado por outros bens que poderiam ser utilizados tanto diretamente (na produção) como indiretamente (no pagamento de trabalhadores), ou mesmo como reserva de valor para negociações futuras [Trade and Commerce (1947)].

Estas transformações na economia monetária tinham efeitos catastróficos sobre a atividade econômica. Na medida em que empresários recusavam a moeda, substituindo-a por outros meios de troca e de reserva de valor, o objetivo principal da atividade empresarial tornava-se a proteção e o entesouramento de ativos reais, ao invés do lucro monetário obtido na produção e venda de bens e serviços. Além disso, a margem de manobra para a execução da política monetária tornava-se praticamente nula.

O resultado previsível desta desestruturação da economia monetária foi um constante declínio da atividade econômica, que se prolongou inclusive após o final da guerra. No início de 1948, a produção industrial na zona de ocupação anglo-americana estava abaixo de 50% da registrada em 1936 [United Nations (1948)]. A restauração do funcionamento do sistema monetário era, portanto, condição necessária para a retomada da atividade econômica.

Houve, no entanto, uma segunda razão que tornou indispensável a reforma monetária. Durante a guerra, parte substancial das despesas públicas foi financiada com a emissão de títulos públicos (*Reich Securities*) emitidos pelo regime nazista, que foram adquiridos principalmente pelos bancos comerciais. Com o final da guerra e a conseqüente derrota do regime na-

zista, desapareceu formalmente a autoridade legal que se comprometera a pagar juros e redimir as *Reich Securities* na maturidade. Como as autoridades de ocupação aliadas não assumiram esses débitos, os bancos, que tinham seus portfólios carregados com títulos públicos, passaram a registrar balanços fictícios [Pfleiderer (1979, p. 359)]. Obviamente, esta não era uma situação passível de solução através do mercado. Em outras palavras, se o sistema bancário fosse abandonado à própria sorte, corria-se o risco de aniquilar completamente todo o sistema financeiro. Era, portanto, necessária uma intervenção do governo que impusesse uma solução negociada e realista para o virtual estado de insolvência do sistema financeiro.

Neste contexto, entendia-se que qualquer plano de estabilização para a economia alemã deveria centrar-se em uma reforma monetária com dois objetivos fortemente relacionados: *a)* restaurar o sistema monetário inundado pelo excesso de moeda; e *b)* recuperar a credibilidade do sistema financeiro abalado pelo repúdio da dívida pública contraída durante o regime nazista.

3 — Três anos de preparação

A implementação de reformas econômicas em outros países europeus recém-liberados, como Iugoslávia, Tcheco-Eslováquia, Hungria, Áustria e Noruega, antecipou o que iria necessariamente ocorrer na Alemanha [ver Klopstock (1946) e Southard (1946)]. Assim, a partir de 1946, com a crescente desorganização monetária e a gradual perda de estímulo à produção e ao trabalho, desencadeou-se uma série de discussões sobre a necessidade de um plano de estabilização.

O debate, inicialmente restrito a um círculo de especialistas econômicos dos países aliados e da Alemanha, logo ampliou-se para toda a sociedade. Estas discussões não levaram, no entanto, à implementação imediata de um plano de estabilização e, apesar da gravidade da crise, prolongaram-se por quase três anos. Entre 1945 e junho de 1948, quando a reforma foi finalmente anunciada, foram debatidos mais de 20 planos elaborados por economistas americanos, franceses, ingleses e alemães.

O prolongamento dos debates sobre a reforma criava a expectativa de uma iminente mudança no sistema monetário, estimulando a rejeição do Reichsmark como meio de troca e reserva de valor, o que ajudava a agravar a crise econômica. Teve, porém, algumas importantes vantagens: primeiro, permitiu aos aliados e consultores alemães um exame exaustivo e cuidadoso das medidas a serem adotadas e, segundo, facilitou a ampliação dos debates para incluir uma maior participação de toda a sociedade [Bolten (1950, p. 56)]. Geralmente, em círculos oficiais, as discussões tendem a privilegiar aspectos técnicos e administrativos em relação às implicações políticas e sociais. Isto pode constituir-se em séria limitação para uma reforma, principalmente quando as medidas propostas envolvem profundas modificações na distribuição da renda e da riqueza.

No caso da Alemanha de 1948, a questão crítica era como distribuir o custo do repúdio da dívida interna pública entre os diferentes detentores de ativos financeiros e reais. Na crise de 1923, a própria hiperinflação se encarregou de anular a dívida pública, impondo arbitrariamente as perdas. Apenas posteriormente esta situação foi parcialmente reparada por decisão da Corte Suprema (*Reichsgerischt*), que determinou uma modesta reavaliação de 25% do valor original em *gold marks* para os detentores privados [Pfleiderer (1979)]. Agora a situação era diferente, pois as autoridades econômicas detinham o poder de arbitragem. Em qualquer esquema que pudesse ser imaginado, a solução implicaria necessariamente uma taxa adicional sobre a sociedade. Como ocorre sempre que se resolve aumentar impostos, as autoridades deveriam decidir sobre a progressividade e a discriminação entre indivíduos e firmas. O longo período de debates permitiu que todos estes aspectos fossem bem entendidos e avaliados, de tal modo que a reforma finalmente proposta pelos aliados ocidentais refletiu os interesses econômicos e as predileções sociais dos representantes alemães [Kopstock (1949, p. 281)].

O atraso da decisão sobre a reforma decorria da autonomia administrativa das quatro zonas de ocupação dos aliados, que forçava a negociação de qualquer plano econômico no chamado "Conselho de Controle Aliado", onde as negociações avançam muito lentamente, em razão das constantes divergências entre os aliados, particularmente com os soviéticos [Brecht (1950, p. 29)]. No final de 1947 tornou-se clara a inviabilidade de um plano unificado para as quatro zonas de ocupação, isto é, para o território remanescente do German Reich. Em março de 1948, os soviéticos deixaram de assistir às reuniões sobre as propostas econômicas, o que formalmente quebrou os aliados em dois blocos. O bloco ocidental decidiu realizar a reforma apenas em sua zona de ocupação, o que acabou influenciando para que os soviéticos também realizassem uma reforma monetária independente para a sua zona de influência. A partir deste momento, a discussão avançou rapidamente entre os aliados anglo-americanos. Pelo lado alemão, um grupo de especialistas que trabalhava para o sistema financeiro elaborou o Plano Hamburgo. A seguir, os Estados Unidos propuseram o chamado Plano Dodge (Colm-Dodge-Goldsmith Plan), que foi tomado como base para a reforma implementada em junho de 1948.

4 — Condições especiais para a estabilização

A reforma econômica de 1948, além de ter sido aperfeiçoada durante um prolongado período de gestação, foi idealizada e implementada em condições bastante especiais, que contribuíram decisivamente para seu sucesso.

Primeiro, a Alemanha havia perdido a guerra. A derrota do regime nazista significou não apenas uma mudança de poder, mas a destruição significativa da estrutura produtiva. Várias cidades importantes como Hamburgo, Dresden e Köln foram praticamente arrasadas. O estoque de capital humano foi tam-

bém fortemente danificado com a morte de quase quatro milhões de soldados, ou seja, trabalhadores potenciais. Era necessário reconstruir a estrutura econômica do país. Este fato pode ser visto como uma vantagem para o desenvolvimento futuro, na medida em que significava reorganizar a produção sobre novas bases econômicas, utilizando uma tecnologia moderna.

Segundo, os aliados asseguravam os recursos externos necessários à reconstrução econômica, principalmente através do Plano Marshall. A contribuição americana em doações e empréstimos representou 31% em 1948 e 22% em 1949 da formação bruta de capital na Alemanha (Tabela 1). Esta colaboração externa emergia da posição estratégica da Alemanha para os

TABELA 1

Ajuda externa dos Estados Unidos (doações e empréstimos)

	1948	1949	1950	1951
Ajuda dos Estados Unidos (1) (em US\$ milhões)	1.130	948	470	362
Formação bruta de capital (2) (em US\$ milhões)	3.600	4.340	4.400	5.300
(1)/(2) (em %)	31	22	11	7

FONTE: Maier (1981, p. 342).

aliados ocidentais. Com o final da guerra, iniciou-se gradualmente a separação econômica da Alemanha entre as zonas de influência dos soviéticos e dos três aliados ocidentais. Em 1948, a decisão dos Estados Unidos, França e Inglaterra de realizar uma reforma monetária forçou os soviéticos a uma ação similar. As duas reformas eram tecnicamente similares, mas tinham objetivos bastante distintos. Enquanto na Alemanha Ocidental a proposta dos aliados era restabelecer o funcionamento de uma economia de mercado, a reforma idealizada pelos soviéticos para a Alemanha Oriental tinha objetivo oposto: procurava facilitar o controle e o planejamento econômico. Neste contexto, para os aliados — particularmente os Estados Unidos — o sucesso da reforma econômica de 1948 não significava apenas uma reparação dos prejuízos da guerra, mas principalmente o fortalecimento estratégico do bloco ocidental. Em outras palavras, o sucesso da reforma era um elemento crítico para consolidar a posição americana na luta de influência com a Rússia.

Terceiro, a Alemanha estava sendo governada por um regime militar de ocupação instalado pelos aliados que, em 1948, exercia praticamente o monopólio político [ver Friedrich (1950)]. Isto assegurava o poder necessário

para implementar medidas que envolviam mudanças substanciais na distribuição social da renda e de riqueza. Com um governo autoritário e controlado por dirigentes estrangeiros, tornava-se muito mais fácil implementar medidas antipopulares, quase impossíveis de serem adotadas em um regime legislativo democrático. Além do mais, com um governo democrático e parlamentarista, não haveria como resguardar o sigilo das medidas finalmente adotadas, o que é considerado essencial para o sucesso do plano.

Quarto, as marcas da hiperinflação de 1923 continuavam presentes na memória do povo alemão. Praticamente era a mesma geração que passava por uma segunda experiência econômica traumática. O medo de uma repetição da experiência da hiperinflação, somado ao desgaste psicológico provocado pela guerra e a consciência de que era necessário reconstruir o país, assegurava um clima favorável para a implementação de um abrangente plano de estabilização.

5 — O plano de estabilização econômica

Durante 1945/48, as autoridades econômicas estabelecidas não lograram delinear uma estratégia econômica definida. As poucas medidas adotadas eram desarticuladas e nem sempre obedeciam a objetivos claramente definidos. As discussões eram prolongadas e as decisões sempre difíceis. Em 1945, por exemplo, o fechamento do Banco Central foi acompanhado pela criação de vários bancos centrais regionais (Land Central Bank) na zona americana, numa atitude refutada pelos ingleses. A aparente passividade e a falta de objetividade frente ao agravamento da crise se associavam principalmente ao estreitamento de opções de política econômica. Tal como ocorreu na hiperinflação de 1923, os instrumentos fiscais e monetários perdiam rapidamente sua eficácia, enquanto a política de renda se desgastava. Este processo era acompanhado por um gradual enfraquecimento do sistema financeiro, pressionado pela necessidade de absorver o “desaparecimento” do estoque da dívida pública mobiliária, e uma crescente desorganização dos mecanismos de mercado, em decorrência do excessivo e prolongado controle de preços e salários.

Neste contexto, o ajustamento econômico se revelava um processo complexo. Além das medidas destinadas a assegurar a disciplina fiscal e monetária compatível com a disponibilidade de recursos, tornavam-se necessárias mudanças estruturais e reformas institucionais que restabelecessem as condições adequadas ao funcionamento do sistema econômico. Dessa forma, apesar da reforma monetária ser sua parte mais visível, o programa de estabilização de 1948 também incluiu uma profunda reforma bancária, que estabeleceu a independência do Banco Central, a desregulamentação da economia direcionada à liberalização dos mercados e, finalmente, uma reforma fiscal.

6 — A reforma bancária

A reforma monetária foi precedida de uma profunda reestruturação do sistema bancário, que resultou no estabelecimento de um banco central independente, no mesmo molde do Federal Reserve System. Esta reestruturação, que complementa o plano de estabilização, foi o resultado de um longo e difícil processo político de negociações [Emmer (1956, p. 53)].

Em 1945, os aliados fecharam o banco central (Reichsbank), que havia colaborado decisivamente com o financiamento dos gastos de guerra do regime nazista. Iniciaram-se, então as discussões sobre a reorganização do sistema bancário. Como essas negociações progrediam lentamente, os Estados Unidos decidiram unilateralmente criar bancos centrais regionais em sua zona de ocupação. Em 1947, os franceses (e posteriormente os ingleses) seguiram os americanos, que por sua vez concordaram em estabelecer um banco central nacional. Foi então criado o Bank Deutscher Lander, que começou a funcionar em abril de 1948, dois meses antes de ser implementada a reforma monetária.

O novo sistema bancário foi estabelecido sobre dois princípios básicos: centralização e independência da autoridade monetária. Caberia ao Bank Deutscher Lander regulamentar as transações entre bancos centrais regionais e bancos comerciais, além de centralizar as decisões de política monetária. Neste sentido, teria o poder de fixar o nível de reserva dos bancos comerciais, de estabelecer as taxas de redesconto, de conduzir suas próprias operações de *open-market* e de regular estas operações quando realizadas pelos bancos centrais regionais. Aos bancos centrais regionais caberiam desempenhar algumas funções tradicionais de banco central, tais como segurar as reservas legais dos bancos comerciais e atuar como prestador de última instância. Porém, não poderiam emitir moeda nem definir sua própria política monetária, funções que seriam prerrogativas exclusivas do Bank Deutscher Lander, que dessa forma teria assegurado seu poder de autoridade monetária central sobre os bancos regionais.

Foi também assegurada a independência do Bank Deutscher Lander em relação ao Tesouro. A definição da política monetária era exclusividade do conselho de diretores constituído de 11 membros com mandato de cinco anos. Nove desses membros eram os presidentes dos bancos centrais regionais, que podiam, assim, influir diretamente nas decisões sobre política monetária. O governo central não tinha qualquer autoridade legal sobre o Bank Deutscher Lander, o que era evidenciado pelo fato dos ministros de finanças e de assuntos econômicos não terem direito a voto nas deliberações do conselho de diretores. Emmer (1956) argumenta que estes cuidados conseguiram assegurar ao recém-criado Banco Central alemão uma independência maior do que a desfrutada pelo Banco da Inglaterra e pelo Banco da França. Na prática, permitiu uma grande autonomia na definição e execução da política monetária durante e após a reforma monetária, o que teve influência decisiva no chamado "Milagre Econômico Alemão" de 1948.

7 — A reforma monetária

Em junho de 1948, logo após a reforma do sistema bancário, as autoridades introduziram uma profunda reforma monetária, que tinha como objetivos centrais retirar o excesso de moeda em circulação e solucionar a questão do repúdio da dívida pública mobiliária, que eram as causas principais da instabilidade do sistema monetário. Para alcançar estes objetivos, as regras implementadas não se limitaram a uma simples conversão de moeda, mas sim abarcaram um complexo conjunto de medidas que afetou a posição líquida de ativos não apenas do sistema financeiro, mas de todo o setor privado [Lutz (1949)].

Um dos temas que polarizou as discussões finais sobre a reforma foi a questão da equidade social. Havia um custo inevitável, pela necessidade do setor privado absorver o passivo do setor público, principalmente o estoque da dívida pública mobiliária, que havia sido acumulado como portfólio do sistema bancário durante o regime nazista. A questão era se a reforma significava apenas a oportunidade de sanear o sistema monetário e as finanças públicas ou deveria, também, procurar a equalização na distribuição dos encargos entre os diferentes agentes econômicos privados.

As preocupações com os aspectos técnico-financeiros da reforma predominaram sobre os de equidade social. Porém, ao introduzir a nova moeda — o Deutschemark (DM) — em substituição ao Reichsmark (RM), as autoridades implementaram um sistema original e único de conversão, cujos fatores de conversão a serem aplicados variavam de acordo com a categoria de detentores e o tipo de ativos financeiros. Este sistema de conversão tinha a vantagem de permitir um tratamento equilibrado dos vários interesses envolvidos, diminuindo as possíveis injustiças e evitando uma discriminação significativa entre os diferentes detentores de ativos. Na prática, operou, portanto, como um importante mecanismo de arbitragem na distribuição do custo referente ao saneamento do setor público entre as diferentes categorias de agentes econômicos dentro do setor privado.

A reforma monetária foi promulgada oficialmente pelos governos militares dos Estados Unidos, França e Inglaterra em 18 de junho de 1948. Durante a primeira semana, indivíduos e empresas tiveram de registrar seus ativos monetários para poderem se beneficiar dos direitos de conversão [ver Klopstock (1949), Schattman (1948), Lutz (1949) e US Department of State (1986)]:

a) Pessoa física:

- conversão de 10 RM: 10 DM até o limite de 60 RM por indivíduo; e
- conversão de 10 RM: 1 DM para moeda em espécie e depósitos bancários (incluindo depósito em poupança) acima do limite de 60 RM por indivíduo. Inicialmente, foram liberados apenas 50% desse valor, sendo o restante transferido para uma conta bloqueada. Logo após, 70% da parte bloqueada foram cancelados, 20% foram liberados e os 10% restantes ficaram disponíveis só a longo prazo. Na prática, portanto, a taxa de conversão efetiva foi de aproximadamente 15 RM: 1 DM para valores acima de 60 RM.

b) Empresas:

– conversão de 10 RM: 10 DM até o limite de 60 DM por trabalhador empregado; acima deste limite, aplicavam-se as regras de conversão de pessoas físicas; e

– conversão de 10 RM: 1 DM para as obrigações contratuais entre credores e devedores.

c) Bancos e associações de crédito e poupança:

– os créditos foram convertidos a 10 RM: 1 DM;

– as “contas de conversão” (*Umstellungsrechnungen*) foram criadas para reequilibrar a estrutura de haveres e obrigações do sistema bancário (para reequilibrar seus balanços, os bancos puderam, também, recorrer a um fundo de equalização – que emprestava a baixas taxas de juros – e, finalmente, receberam uma pequena parte em títulos públicos recém-criados); e

– os depósitos das agências governamentais e dos bancos comerciais nos bancos centrais regionais e os depósitos interbancários foram cancelados (para evitar a interrupção das operações, os bancos comerciais receberam dos bancos centrais regionais um adicional de reservas de 15 DM para cada 100 DM dos recém-convertidos depósitos à vista e de 7,5 DM para cada 100 DM dos recém-convertidos depósitos a prazo ou de poupança).

Uma questão polêmica refere-se ao impacto da reforma monetária sobre o estado de liquidez da economia. Tem sido argumentado que o sistema de conversão utilizado eliminou o excesso de moeda em circulação, provocando uma profunda contração da liquidez real. De fato, registrou-se uma redução de 94,5% no volume de encaixes monetários em circulação, através da conversão de 112 bilhões de RM para 6 bilhões de DM em apenas três dias. É importante notar, no entanto, que esta redução pode ter sido principalmente contábil. A utilização de regras diferenciadas de conversão seguramente afeta de forma diversa a posição individual dos agentes econômicos, porém não assegura necessariamente uma contração da oferta real de moeda. Isto dependerá da acomodação dos mercados e, conseqüentemente, dos preços em relação às mudanças provocadas pela reforma. Uma contração monetária real só se registrará caso uma parte da oferta real de moeda for absorvida por um aumento de preços ou bloqueada em contas especiais pelas autoridades. Caso contrário, quaisquer que sejam as regras utilizadas para converter os haveres monetários do setor privado para uma nova moeda, a contração será simplesmente contábil, sem qualquer efeito direto sobre a velocidade de circulação.

É provável que a reforma tenha provocado algum enxugamento no excesso de encaixes reais prevalecente na economia. O bloqueio e a posterior esterilização de uma fração dos depósitos bancários congelaram parte da oferta monetária, o que impediu a súbita liberação de encaixes ociosos que se constituíam em uma ameaça potencial à estabilização. Por outro lado, a restauração da confiança no novo padrão monetário deve ter provocado um aumento da demanda por moeda. Com a reforma, a nova moeda voltou a ser utilizada nas transações comerciais, levando os agentes econômicos a

aumentarem seus encaixes monetários, substituindo a troca direta. A provável esterilização parcial de encaixes monetários e o aumento da demanda por moeda parecem ter enxugado parte dos encaixes ociosos sem, no entanto, provocar uma forte contração da liquidez real, que teria impactos recessivos sobre a atividade econômica.

Embora inconclusivas, as evidências disponíveis reforçam a tese de que não houve um quadro de liquidez apertada na esteira da implementação da reforma monetária. Ao contrário, o crédito comercial ao setor privado registrou uma acentuada expansão durante os seis primeiros meses. Emmer (1956) assinala que a transferência inicial em DM canalizada aos bancos comerciais pelo Bank Deutscher Lander excedeu em quase 50% os requerimentos em reservas legais. As regras de conversão teriam, assim, assegurado aos bancos comerciais uma grande massa inicial de recursos a custo zero, que foi rapidamente utilizada para expandir o volume de empréstimos. Em adição, o Bank Deutscher Lander fixou a taxa de redesconto abaixo da de juros de curto prazo, reduzindo o custo de assistência à liquidez para os bancos comerciais. Isto fez com que os débitos dos bancos comerciais nos bancos centrais regionais ultrapassassem rapidamente o volume total de suas reservas. O excesso inicial de reservas, somado à baixa taxa de redesconto, permitiu que os bancos comerciais mais que triplicassem o volume de crédito, durante os seis primeiros meses após a reforma. É provável portanto que o retorno a um sistema monetário estável esteja menos associado a uma forte contração da liquidez real do que a uma esterilização parcial dos encaixes monetários ociosos e também à restauração da confiança no novo padrão monetário.

8 — A reforma fiscal

Inicialmente, a desordem fiscal provocada pela ocupação não ensejou ações corretivas por parte das autoridades econômicas aliadas. Os gastos com a ocupação continuaram aumentando rapidamente, pressionando o déficit público e forçando as autoridades a recorrerem à *seignorage* para financiá-lo. Esta é a dinâmica básica que tem sido encontrada nos casos clássicos de hiperinflação que se seguiram às duas guerras mundiais. Na ausência de disciplina fiscal, pressões de demanda sobre os preços domésticos, decorrentes do excesso de absorção, provocam a aceleração da inflação. Altas taxas de inflação enfraquecem um sistema de impostos fixado em termos nominais, provocando uma queda real na arrecadação, que é substituída pela *seignorage*. A economia submerge em um processo cumulativo, onde déficits crescentes se associam a pressões cada vez maiores sobre os preços.

Na Alemanha de 1948, apesar da manifestação da crise econômica ser diferente, a dinâmica era essencialmente a mesma. Crescentes déficits eram financiados através da emissão monetária. O êxito do controle de preços e salários evitando que o excesso de liquidez se manifestasse em uma explosão inflacionária tinha como contraparte a generalização da troca direta e a

crescente utilização de substitutos para a moeda nacional. Neste sentido, a perda de receita tributária, ao invés de provocada pelo impacto da inflação sobre a arrecadação fiscal (efeito Oliveira-Tanzi), era decorrente principalmente da redução das transações monetárias. Na medida em que a perda de arrecadação fiscal era substituída pela *seignorage*, a economia submergia em um processo cumulativo, onde crescentes déficits se associavam a uma redução da velocidade de circulação e a uma crescente desorganização dos mecanismos de mercado.

Para romper esta dinâmica, as medidas orientadas ao saneamento das finanças públicas refletiram principalmente uma certa desconfiança na sensibilidade do governo em praticar o controle fiscal. Neste sentido, foram introduzidas regras institucionais rígidas para a realização de gastos, estabelecendo-se que:

“gastos das autoridades públicas devem ser cobertos pela arrecadação pública corrente. A obtenção de fundos por meio de crédito será legal somente para antecipação de receitas futuras. O governo militar reserva-se o direito de intervir em assuntos orçamentários se a manutenção deste princípio for infringido.” (Legislação de Conversão do Governo Militar de junho de 1948; lei 63, artigo 28.)

A regulamentação complementava, assim, a reforma bancária, que assegurava a independência do Banco Central estabelecendo limites rígidos dentro dos quais o Tesouro poderia recorrer ao Banco independente da disposição ou desejo das autoridades monetárias em financiar o executivo.

A reforma fiscal envolveu não apenas um maior controle sobre os gastos, mas também uma substancial redução de impostos. O imposto de renda foi diminuído em 33%, enquanto o imposto sobre lucros das empresas, que variava entre 35 e 65%, foi uniformizado em 50%. Os impostos sobre propriedade foram também reduzidos de um intervalo de 1,5 a 2,5% para 0,75% ao ano [Klopstock (1949, p. 284)]. O objetivo de aliviar o pesado sistema de impostos existente era aumentar a renda líquida do setor privado para, dessa forma, alargar a base do consumo privado e estimular a retomada da atividade produtiva e do investimento. Finalmente, foi instituído um imposto especial (*Lastenausgleich*) e transitório sobre patrimônio real, incluindo participação acionária, com o objetivo de equalizar os encargos de guerra e transferir parcialmente os custos do repúdio da dívida pública para os detentores de ativos reais [Buitter (1985), p. 40] e Kindleberger (1984, pp. 417/8)].

A sabedoria keynesiana convencional ensina que um corte no déficit público tem impacto contracionista sobre o setor real no curto prazo. Normalmente, isto é correto quando o financiamento monetário do déficit é substituído por um corte de gastos ou um aumento de impostos. Contudo, quando a substituição do financiamento monetário pela redução de despesas públicas é acompanhada por uma redução de impostos, o impacto contracionista pode ser, ao menos parcialmente, neutralizado pelo aumento do consumo e investimento privado. Além disso, se a redução de impostos é acompanhada por uma política monetária acomodatória, é provável que

a perda de receita tributária decorrente da redução da taxaçoão sobre o setor privado seja, ao menos parcialmente, neutralizada por um aumento do recolhimento decorrente da expansão da atividade econômica. Por essas razões, um programa de ajustamento econômico envolvendo simultaneamente cortes de gastos e reduçoão de impostos não necessita ter impacto fortemente contractionista sobre a atividade econômica.

O que não se pode esquecer na discussão acima são os pressupostos. A macroeconomia convencional focaliza principalmente os fluxos econômicos. Dessa forma, admite-se que mudanças nos fluxos, tais como pagamento de juros sobre a dívida pública, monetização, investimento, etc., provocam alterações tão pequenas nos respectivos estoques de dívidas públicas, base monetária e bens de capital, que podem ser desconsideradas no período de análise. Quando este pressuposto não é atendido, os preceitos de política econômica que emergem da análise macroeconômica convencional podem não ser diretamente aplicáveis. Este é o caso em que o impacto de mudanças em variáveis de controle, tais como as taxas de juros e de câmbio, sobre os respectivos estoques da dívida interna e externa provocam variaçoões de tal magnitude sobre os fluxos de pagamentos de juros internos e externos que dificilmente podem ser administradas no orçamento fiscal através de corte de gastos e/ou aumento de receitas. Nestas circunstâncias, o saneamento das finanças públicas não pode mais ser visto exclusivamente sob a perspectiva da administração de fluxos, como é o foco principal da análise macroeconômica convencional de controle da demanda agregada. Quando fortes desequilíbrios de estoques estão presente, o ajustamento requer também medidas estruturais que contemplem o saldo das obrigaçoões e haveres financeiros do setor público.

Sob este prisma, pode-se dizer que o ajustamento fiscal recebeu um tratamento pouco convencional durante o processo de estabilização iniciado em 1948. As ações implementadas para reequilibrar as finanças públicas não foram centradas apenas no corte de gastos e mudanças na tributação. Ao contrário, o ajuste fiscal foi principalmente estrutural. Além do repúdio da dívida pública mobiliária ocorrido no final da guerra, o programa de estabilização de 1948 incluiu a anulação de outras obrigaçoões do setor público. As principais agências e empresas públicas, tais como governos estaduais, municipalidades, correios, rede ferroviária, não tiveram seus balanços convertidos em RM, mas sim cancelados. Para recomeçar as suas atividades, receberam um valor inicial calculado com base na receita média mensal [Lutz (1949, p. 124)]. Com a anulação dos balanços, as agências e empresas públicas puderam recomeçar suas atividades em cima de uma situação financeira completamente saneada. Dessa forma, a reforma fiscal foi direcionada principalmente a reequilibrar os estoques e não apenas os fluxos fiscais, isto é, ao invés de simplesmente ajustar o fluxo de despesas e receitas tributárias, procurou-se também reequilibrar o saldo total das obrigaçoões e haveres financeiros do setor público.

A este respeito é essencial notar que a reforma fiscal teve na reforma monetária um complemento fundamental. A utilização de fatores de conversão diferenciados para diversas categorias de detentores e tipos de ativos financeiros provocou uma profunda redistribuição de renda, permitindo ao

setor privado absorver o passivo do setor público sem arcar com uma mudança substancial na posição relativa dos seus diferentes agentes econômicos.

Na prática, a aplicação de fatores de conversão diferenciados resultou em uma transferência líquida de recursos, em particular das empresas e indivíduos que detinham maior volume de ativos monetários, para os bancos. Esta transferência ocorreu através de duas formas: *a)* mediante uma taxa média de conversão dos ativos bancários maior do que a aplicada nos passivos; e *b)* através de transferências líquidas do banco central para os bancos comerciais, na forma de reservas adicionais. Através dessas transferências, à reforma monetária somou-se a taxa sobre o patrimônio para fazer com que os encargos decorrentes do saneamento financeiro do setor público, ao invés de serem assumidos exclusivamente pelos bancos, fossem distribuídos entre os detentores de ativos reais e financeiros dentro do setor privado. Encontrou-se, assim, uma fórmula mais equilibrada para se adequar o saneamento das finanças públicas à restauração da estabilidade do sistema financeiro, que havia sido abalada desde o repúdio da dívida pública mobiliária pelos governos aliados.

9 — A desregulamentação da economia

Finalmente, o plano incluiu como um de seus aspectos centrais a desregulamentação da economia. Logo após a promulgação da reforma, foram eliminados os controles de preços e salários e removidos os rigorosos sistemas de racionamento, para assegurar o livre funcionamento das forças de mercado. Os poucos produtos (aço, carvão) que permaneceram sob controle tiveram seus preços substancialmente elevados. Quanto aos salários, os controles foram mantidos durante os quatro primeiros meses e depois eliminados.

A liberalização dos mercados foi fundamental para o retorno a um sistema monetário ordenado. Os agentes econômicos haviam reduzido drasticamente a demanda por encaixes monetários, apesar de as autoridades continuarem utilizando exaustivamente a emissão monetária para financiar déficits fiscais. O uso da antiga moeda tinha se tornado restrito a estreitos segmentos do comércio controlados pelo racionamento. Na maior parcela da economia, o Reichsmark havia sido substituído por bens que funcionavam como meio de troca e/ou reserva de valor, refletindo uma pronunciada mudança na direção de uma economia de trocas diretas. Na medida em que os ativos reais se tornavam alternativas mais atraentes do que os ativos monetários, a demanda por moeda experimentava um forte declínio, gerando um excesso de liquidez permanente na economia.

Nessas circunstâncias, uma possível estratégia para restabelecer o equilíbrio monetário seria liberalizar os controles e deixar que o aumento de preços absorvesse integralmente o excesso de Reichsmark existente na economia. Esta opção poderia significar um aumento descontrolado de preços e, assim, o risco de nova hiperinflação.

Uma alternativa seria reduzir a oferta e, simultaneamente, aumentar a demanda por encaixes monetários na economia. Isto equivaleria a restaurar rapidamente a confiança no novo padrão monetário, o que dependia de sua utilização imediata como meio de troca e reserva de valor. Com esta finalidade, a taxa de câmbio foi fixada em 1 DM para US\$ 0,3. Procurava-se, assim, assegurar o poder de compra do DM, estimulando os agentes econômicos a aumentarem seus encaixes monetários através da desova de ativos reais. Simultaneamente, preços e salários foram liberados para que os mercados se ajustassem livremente, restabelecendo, assim, os incentivos para utilização do DM como meio de troca.

A eliminação dos controles de preços e salários é, sem dúvida, um aspecto notável do plano de estabilização, principalmente por ter sido, paradoxalmente, acompanhada pela fixação da taxa de câmbio. Na realidade, o congelamento do câmbio tem sido uma medida comum à eliminação da maioria dos processos de hiperinflação encontrados na história. A idéia central é que, durante um processo de hiperinflação, a economia se dolariza rapidamente, na medida em que a moeda nacional se deprecia. O dólar, assim como os ativos reais, torna-se rapidamente mais atraente aos aplicadores do que outros ativos financeiros avaliados em moeda local. Em adição, a dolarização facilita o funcionamento dos mercados. Mudanças bruscas de preços relativos dificultam a avaliação pelos agentes econômicos dos preços medidos em moeda local, estimulando o uso do dólar como numerário. Preços de equilíbrio cotados em dólar facilitam a tomada de decisões, fazendo com que os contratos nominais em moeda local virtualmente desapareçam. Neste contexto, a fixação da taxa de câmbio funciona como um artifício para trazer a inflação doméstica subitamente para a taxa de inflação mundial em dólar. Preços domésticos cotados em moeda local tornam-se novamente confiáveis aos agentes econômicos. Foi isto o que ocorreu na Alemanha em 1923, quando a fixação do câmbio foi suficiente para estabilizar os preços domésticos em moeda local e restabelecer o funcionamento harmônico dos mercados.

Em 1948, a desintegração do sistema monetário tinha contornos diferentes. Ao invés da dolarização, generalizava-se a troca direta, assim como a utilização de ativos reais como meio de pagamento. Os agentes econômicos perdiam interesse em transações monetárias, na medida em que reduziam as chances de utilizar a moeda nacional em novas transações comerciais. A moeda perdia, portanto, sua utilidade, não devido à depreciação, mas sim pela crescente limitação como meio de pagamento.

Nessas circunstâncias, a fixação da taxa de câmbio, por si só, não seria suficiente para restabelecer a confiança no novo padrão monetário. Poder-se-ia assegurar que 1 DM valeria US\$ 0,3, porém não haveria maior razão para confiar neste poder de compra se não fossem restabelecidas condições efetivas para sua realização em transações comerciais. Em outras palavras, a garantia de que 1 DM valeria US\$ 0,3, por si só, não assegurava o estímulo para que os agentes econômicos realizassem transações, ou mesmo trabalhassem em troca dos DM. Era também necessário assegurar que os DM recebidos poderiam ser utilizados sem restrições na aquisição de bens e serviços disponíveis na economia. Este foi o papel crítico desem-

penhado pela desregulamentação dos mercados. A eliminação dos controles permitiu que os preços, ao invés dos mecanismos de racionamento, passassem a controlar o acesso e a distribuição de bens e serviços escassos. Dessa forma, a demanda por moeda pôde novamente se ajustar à oferta de bens e serviços, estimulando os agentes econômicos a realizarem seus contratos de compra e venda, utilizando o novo padrão monetário.

10 — O ajustamento com crescimento

O aspecto mais surpreendente do plano de estabilização foi seu impacto sobre a produção e o emprego. Este era o centro das preocupações das autoridades econômicas. Dado o grau de desorganização em que se encontrava a economia alemã, antecipava-se que as medidas propostas provocariam um firme aumento no desemprego e falências, como custo inevitável para o saneamento econômico. Considerava-se, também, o risco de uma explosão de preços, provocada pela liberalização dos mercados. Estas expectativas, no entanto, não se materializaram. Ao contrário, o ajustamento foi acompanhado por um firme crescimento econômico, com menor efeito sobre o nível de preços.

O primeiro impacto da reforma foi sobre o comportamento social. De forma algo inesperada, um clima de confiança substituiu rapidamente o desânimo e o pessimismo que haviam prevalecido durante os três anos que se seguiram ao final da guerra. As medidas propostas, apesar de implicarem mudanças estruturais profundas, lograram recuperar de imediato a credibilidade no novo padrão monetário, levando à desativação de poupanças imobilizadas em vários tipos de ativos reais. Estoques foram, assim, rapidamente desovados, permitindo que um substancial aumento na oferta de produtos fosse canalizada para os mercados.

A reforma monetária trabalhou, também, do lado oposto, induzindo um aumento nos gastos em consumo. A conversão melhorava a posição de liquidez do público, na medida em que transformava poupanças monetárias imobilizadas em RM por uma nova moeda de ampla aceitação nas transações comerciais. Consumidores, providos com maior liquidez, corriam aos mercados, ávidos por bens e serviços, que por longo período dificilmente podiam ser encontrados nos mercados. O aumento de oferta era, assim, acompanhado por um aumento de demanda, provocado pela descompressão do consumo. O resultado foi o súbito desaparecimento do mercado negro e das trocas diretas, que teve, como contraparte, um substancial aumento na velocidade de circulação da moeda, associada à retomada das transações monetárias e ao restabelecimento do funcionamento regular dos mercados.

O retorno ordenado ao sistema de mercados teve efeito fortemente expansionista sobre a atividade econômica. Segundo Klopstock (1949, p. 286), em julho de 1949, logo após a implementação integral das reformas, muitas indústrias alcançaram o recorde de produção do período pós-guerra. Isto

fica evidenciado pelo comportamento dos índices de produção, mesmo considerando-se que antes da reforma parte substancial da oferta agregada não era captada pelas estatísticas oficiais por serem transacionadas ilegalmente. Entre junho e dezembro, o índice de produção industrial saltou de 51 para 78, o que corresponde a uma taxa média de crescimento de 7% ao mês (Tabela 2).

TABELA 2

Índice de produção industrial — 1948 (1936 = 100)

Mês	Índice
Abril	53
Maio	47
Junho	51
Julho	61
Agosto	65
Setembro	70
Outubro	74
Novembro	75
Dezembro	78

FONTE: Lutz (1949).

Esta firme reativação econômica foi acompanhada por um moderado aumento de preços e salários. Entre junho e dezembro de 1948, o salário médio por hora trabalhada no setor industrial registrou um aumento nominal de 16%, que superou a elevação do custo de vida no período [Mendershausen (1949)]. Quanto aos preços, apesar da liberação dos controles, o índice de custo de vida aumentou cerca de 13%, e o índice de preços industriais em 10%, entre julho e dezembro de 1948 [Emmer (1956)]. Após este período, refletindo talvez a gradual acomodação dos mercados, o movimento de preços refluíu para uma leve deflação. Assim, entre março de 1949 e julho de 1950, o índice de custo de vida declinou em cerca de 10% e o índice de preços industriais em 5%.

A estabilização dos preços foi beneficiada por uma supersafra agrícola, que contribuiu não apenas para a normalidade do abastecimento, como também para assegurar o suprimento adequado de matérias-primas industriais. Além disso, o Plano Marshall deu uma importante contribuição para aliviar as pressões inflacionárias decorrentes do balanço de pagamentos. O programa de ajustamento provocou um firme aumento no déficit comercial, em decorrência das importações necessárias à reconstrução do parque industrial, ao abastecimento doméstico e, também, em virtude da importação de produtos americanos a preços acima do mercado mundial. Este aumento no déficit comercial foi compensado, no entanto, por recursos canalizados pelo Plano Marshall. Apenas no segundo semestre, a ajuda externa correspondeu aproximadamente a 40% do valor total das importações. Esta ajuda,

que se concretizou principalmente sob a forma de alimentos, tanto aliviou as pressões sobre a taxa de câmbio, como também aumentou a disponibilidade interna de produtos básicos, removendo estrangulamentos de oferta que se constituíam em importantes focos inflacionários potenciais.

A principal explicação para o sucesso dessa estratégia de estabilização com crescimento pode ser creditada, no entanto, ao próprio delineamento da política econômica. No desenho do programa, procurou-se assegurar a estabilidade de preços utilizando-se o ajustamento fiscal como a principal variável real de política, e a fixação da taxa de câmbio como a principal âncora nominal. A racionalidade para tal direcionamento da política econômica é bem conhecida. A fixação da taxa de câmbio funciona como força dominante para assegurar a estabilidade dos preços no curto prazo. A médio prazo, no entanto, a sustentação desta estabilidade requer uma rigorosa disciplina fiscal, para assegurar que a taxa de câmbio não tenha que ser desvalorizada em linha com as necessidades de financiamento do setor público, via imposto inflacionário [Sachs (1987) e Kiguel e Livitan (1988)]. Esta restrição fiscal foi plenamente atendida na reforma. As finanças públicas foram efetivamente saneadas, principalmente através das medidas estruturais, que permitiram reequilibrar os saldos das obrigações e haveres do setor público. Dessa forma, durante o segundo semestre de 1948, o orçamento do governo central manteve-se equilibrado, e alguns governos estaduais conseguiram até mesmo acumular um excesso de caixa.

Para a extensão que se centrou na fixação da taxa de câmbio e na disciplina fiscal, o plano de estabilização seguiu a mesma estratégia clássica adotada nos casos de hiperinflação do pós-guerra. Nota-se, porém, que não se registrou uma redução dos salários reais, para diminuir a absorção doméstica em benefício do equilíbrio externo. Os salários reais aumentaram e os déficits na balança comercial foram compensados pela ajuda externa. Por outro lado, enquanto o ajuste fiscal não pode ser negado, existem sérias dúvidas sobre a condução da política monetária. Como se discutiu anteriormente, é certo que a reforma monetária provocou um enxugamento do excesso de moeda existente, porém é pouco provável que isto tenha significado um forte aperto na liquidez real do sistema. As evidências sugerem exatamente o contrário. Na esteira da implementação do plano, o crédito bancário aumentou substancialmente, facilitando não apenas a rápida expansão das atividades produtivas, mas também a reconstrução do parque industrial.

Em síntese, o programa empreendeu um forte ajuste fiscal sem conjugá-lo, portanto, a uma política monetária discriminatória ou mesmo a uma redução dos salários reais. Como âncora nominal para assegurar a estabilidade de preços, limitou-se a fixar a taxa de câmbio mantendo-se uma política monetária ativa, que assegurasse liquidez necessária à expansão industrial. É exatamente esta combinação de políticas que faz com que o programa não se encaixe como um caso clássico de ajustamento ortodoxo e venha a se constituir em um dos raros exemplos onde o ajustamento foi acompanhado por um firme processo de crescimento econômico.

Abstract

The paper discusses the "German Economic Miracle" which follows the monetary reform of 1948. Five issues are analysed: the balanced budget policy based on the revaluation of assets and liabilities of the public sector; the monetary reform which applied different conversion factors according to type and size of asset holdings; the broad reform of the banking system which assured an independent role to the Central Bank; the deregulation of the German economy; and, finally, the role played by foreign aid which dampened pressures on the exchange rate, thus acting as an essential factor in the success of the stabilization program. The conclusion shows how this policy combination made possible one of the very few examples of successful adjustment coupled with sustained growth, instead of a classical orthodox stabilization program.

Bibliografia

- BOLTEN, S. R. Military government and the German political parties. *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 267, 1950.
- BUIJTER, W. Government deficits reinterpreted. *Economic Policy*, 1985.
- BRECHT, A. Re-establishing German government. *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 267, 1950.
- BRESCIANI-TURRONI, C. *The economics of inflation*. Londres, George Allen & Unwin Ltda., 1937.
- BURCHARDT, F. A., e MARTIN, K. Western Germany and reconstruction. *Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics*, 9(12):409, 1947.
- CHAMBERS, S. P. Postwar German finances. *International Affairs*, 24(3), 1948.
- EMMER, R. *West German monetary policy: 1948-54*. The Federal Reserve Bank of Chicago, 1956.
- EUCKEN, W., e MEYER, F. M. The economic situation in German. *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, nov. 1948.
- FRIEDRICH, C. J. Military government and dictatorship. *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 267, 1950.
- GALBRAITH, J. K. The disequilibrium system. *The American Economic Review*, 37(3), jun. 1947.
- KIGUEL, M. A., e LIVITAN, N. Inflationary rigidities and orthodox stabilization policies: lessons from Latin America. *The World Bank Economic Review*, 2(3), 1988.

- KINDLEBERGER, C. P. *A financial history of Western Europe*. Londres, George Allen and Unwin, 1984.
- KLOPSTOCK, F. Monetary reform in liberated Europe. *The American Economic Review*, 36, set. 1946.
- . Monetary reform in Western Germany. *The Journal of Political Economy*, 57 (4), ago. 1949.
- LUTZ, F. A. The German currency reform and the revival of the German economy. *Economica*, 16:122-42, maio 1949.
- MAIER, C. S. The two postwar eras and the conditions for stability in twentieth-century Western Europe. *The American Historical Review*, 86 (2), abr. 1981.
- MENDERSHAUSEN, H. Prices, money and distribution of goods in postwar Germany. *The American Economic Review*, 39, jun. 1949.
- PFLEIDERER, O. Two types of inflation, two types of currency reform: the German currency miracles of 1923 and 1948. In: RITHTER, R., ed. *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*. Tübingen, J. C. B. Mohr, 1979.
- SCHATTMAN, S. *The German currency reforms*. Londres, Banker, 1948.
- SOUTHARD, F. *The finances of European liberation*. New York, King's Crown Press, 1946.
- TRADE AND COMMERCE. *Monthly Report*, fev./mar. 1947.
- UNITED NATIONS. *Monthly Bulletin of Statistics*, ago. 1948.
- US DEPARTMENT OF STATE. *Documents on Germany: 1944-1985*. Bureau of Public Affairs, 1986.

(Originais recebidos em outubro de 1989. Revisto em maio de 1990.)