

DA REFORMA MONETÁRIA À CRISE FINANCEIRA DOS ESTADOS*

*Aod Cunha de Moraes Júnior***

Um padrão monetário configura-se não apenas na garantia das transações correntes, mas, sobretudo, nas diversas formas possíveis de constituírem um elo entre as decisões do presente e a incerteza do futuro. Por isso, a funcionalidade dos diferentes ativos monetários ajuda na compreensão dos humores que circulam entre os agentes econômicos. Esse conteúdo, válido para qualquer "economia monetária"¹, apresenta-se em formas específicas do processo histórico de cada economia.

Supondo ser viável a construção de um caminho que una a reforma monetária de março de 1990 até a crise financeira dos estados, escolhemos, como fio condutor, uma análise de política monetária que transcenda as dicotomias do tipo "recessiva-expansiva" ou "ortodoxa-heterodoxa", incorporando outras variáveis econômicas e políticas associadas a ela no período em questão.

Após iniciarmos com as diferenças entre a nossa reforma monetária e as européias dos períodos do Pós-Guerra, passaremos pelos instrumentos de política econômica que deram suporte à execução da reforma e pela composição de forças dos agentes econômicos que influenciaram na execução da política econômica, sendo possível, então, observarmos a estreita ligação da última com a crise financeira dos estados.

* Artigo redigido com informações disponíveis até 30.06.91.

** Economista da Secretaria da Fazenda.

¹ Nome dado por J.M. Keynes, na obra *Tratado sobre a Moeda*, para qualquer economia onde a moeda não é neutra.

Sobre as comparações com as reformas monetárias européias

Artigos como os de Franco (1989) e Gurley (1990) incentivaram a difusão de análises apressadas, segundo as quais a reforma de março de 1990 era a reprodução de reformas monetárias ocorridas nos períodos do Pós-Guerra. Os adeptos desse tipo de análise esquecem ou ignoram que as analogias representam apenas semelhanças entre coisas sob certos aspectos, estes, por vezes, inseridos em contextos completamente diferentes.

As hiperinflações européias não só destruíram as moedas locais enquanto reserva de valor, mas também culminaram com o fim dos referenciais de troca baseados no papel-moeda. No paroxismo do processo, usavam-se cigarros ou chocolates para servirem de parâmetro para as trocas. Nesse momento, o confisco de ativos monetários representou uma medida de transição de economias desorganizadas pelo processo inflacionário para a recomposição de padrões monetários estáveis. No entanto deve ser esclarecido que, apesar do elevado custo social imposto pelas hiperinflações européias, estas, no momento mais agudo, contribuíram com o seu próprio fim e para a futura estabilidade de preços. Em determinado momento, era tal a velocidade das remarcações de preços que os comerciantes preferiram fechar suas lojas, reabrindo-as apenas quando houvesse um novo referencial confiável de preços relativos. Mas mais importante do que isso foi a destruição de todos os saldos devedores, tomados em empréstimos com preço de resgate fixo, entre os quais, as dívidas públicas. Em pouco tempo, uma grande massa de riqueza foi transferida de blocos superavitários para blocos deficitários, entre estes, e os mais representativos, os governos europeus. Dessa forma, as reformas monetárias eram implantadas por governos aliviados da pressão exercida pelas dívidas públicas, o que garantia maior confiabilidade na gestão de uma política monetária estável.

Tanto a brusca alternância de preços relativos como a destruição das dívidas contratadas não fazem parte do processo de aceleração inflacionária no Brasil. Respondem por essa especificidade a correção monetária e a indexação dos contratos. Se a indexação evitou, ou pelo menos disfarçou a desorganização do sistema de preços — o que

em parte explica não termos chegado a um estado hiperinflacionário de fato² -, ela também favoreceu rigidez de preços relativos, o que propiciou que se alternassem momentos de aceleração com outros de inércia do patamar inflacionário, pois os conflitos distributivos eram resolvidos por curtos períodos de tempo. A correção monetária não só permitiu a convivência de duas moedas para as transações, a dos salários (M1) e a indexada (M2)³ - esta servia como meio de troca e como reserva de valor -, como estabeleceu, ao contrário dos casos europeus, uma relação direta e positiva entre a aceleração inflacionária e a dívida pública.

A existência da moeda indexada, antes de representar uma preocupação com a manutenção de uma moeda forte, justificava-se pela necessidade de financiamento de um estoque crescente da dívida do Governo. Só que, para financiar esse estoque, que crescia com a correção monetária, era preciso aumentar a taxa de juros dos títulos, o "overnight". Aumentando os juros, aumentavam-se o estoque total, a incerteza quanto à possibilidade do pagamento, o risco da aplicação e o prêmio necessário pela renúncia à liquidez. Voltava-se, então, ao ponto inicial, só que agora com um estoque maior da dívida e taxas de juros mais altas.

Às vésperas do Plano Collor, com a aceleração inflacionária, a rota explosiva do processo descrito acima parecia ter chegado a um limite de sustentação. Poderia não haver taxas de juros suficientemente altas que fizessem crer possível um pagamento de aproximadamente US\$ 120 bilhões. O confisco desse estoque foi muito mais traumático no caso brasileiro, porque os títulos públicos tinham liquidez diária. Ao ser confiscada a moeda indexada, foram bloqueadas não só aplicações financeiras diferidas no tempo, mas também, e principalmente, meios de pagamento diário. Seria razoável, então, a previsão de que as empresas teriam de pressionar pela liberação dos cruzados retidos. Comparada ao caso europeu, a reforma monetária e, mais

² De alguma forma, confiava-se neste ou naquele indexador para a formação de preços de trocas intermediadas por papel-moeda.

³ Utiliza-se o atual conceito do Banco Central: M1 é a soma dos depósitos à vista com o papel-moeda em poder do público; M2 é M1 mais o saldo dos títulos federais fora da carteira do Banco Central; M3 é M2 mais os depósitos a prazo; e M4 é M3 mais os depósitos de poupança.

precisamente, o confisco dos ativos monetários exigiram um esforço muito maior do setor público brasileiro.

Administrando a reforma: o esforço fiscal e o novo papel da política monetária

Com o esgotamento das fontes de financiamento externo na década de 80, o setor público teve de obter financiamento através das operações de crédito internas. Estas davam suporte aos sucessivos "deficits" fiscais. Quando da elaboração da reforma monetária, permanecia a estrutura deficitária, o que de fato gerava uma preocupação adicional para a execução das medidas adotadas em março de 1990.

Sendo pressionado para o pagamento de sua dívida, de que opções dispunha o Governo? Recorreria a maciças emissões monetárias, um contra-senso por demais óbvio para aquela conjuntura; realizaria outro tipo de operações de crédito, impossível pela falta de credibilidade e de liquidez no sistema financeiro; ou, ainda, a curto prazo, reverteria sua conta fiscal deficitária para uma posição superavitária capaz de cobrir as liberações de cruzados do "over". Não havendo muitas alternativas, o Governo passou a corrigir as receitas via BTN e taxou as aplicações de curto prazo através da cobrança do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF). Conseguiu também reduzir despesas com pessoal e investimento. Tendo retido, temporariamente, as despesas com encargos e amortização da dívida, o "superavit" fiscal obtido pôde materializar-se num "superavit" de caixa de 145 bilhões de cruzeiros em abril e maio. Esses "superavits" podem ser contrastados com o "deficit" em caixa de 112 bilhões de cruzeiros em fevereiro de 1990 (Moraes Jr., 1991).

Mas a conta da dívida precisava ser paga. Os saldos superavitários da conta fiscal passaram a ser usados para as liberações dos cruzados retidos, fazendo com que o "superavit" de caixa fosse reduzido para a casa dos 25 bilhões de cruzeiros mensais entre junho e setembro de 1990 e para a faixa dos 3 bilhões mensais entre outubro de 1990 e maio de 1991. No entanto estima-se que, dos US\$ 120 bilhões retidos em março de 1990, restariam "apenas" US\$ 17 bilhões em junho de 1991, o que, evidentemente, tornou bem menos sombrios os prognósticos para as liberações previstas a partir de setembro de 1991.

Se a execução da reforma monetária direcionou a política fiscal, ao menos no curto prazo, forçosamente,

para uma execução orçamentária superavitária, também viabilizou novamente a execução da política monetária pelo Banco Central. Este, antes da reforma, era apenas um administrador de um gigantesco estoque de dívida pública. A necessidade da rolagem diária desse estoque impossibilitava ao BC o controle do mercado de ativos monetários. Mais do que isso, colocava-o sob o controle do mercado. Qualquer deslocamento positivo da preferência pela liquidez tinha de ser satisfeito, não importando qual o preço (a taxa de juros) requerido pelo mercado.

Por outro lado, se o Banco Central tomasse a iniciativa de reduzir a liquidez do mercado, incorreria em elevados custos. Era preciso uma grande elevação da taxa de juros para se retirar uma pequena parcela da base monetária. O clima de incerteza já era tão contundente que a preferência dos agentes pela liquidez se deslocava quase que instantaneamente ao anúncio das elevações das taxas de juros.

Paradoxalmente, nesse mundo descrito de alta incerteza, não há espaço para uma política monetária verdadeiramente keynesiana, comprometida com o arrefecimento da insegurança do longo prazo. Justamente porque nesse mundo não há o longo prazo. Há o curto prazo, cada vez mais curto e instável. Instabilidade esta que tem uma relação direta com a falta de credibilidade na gestão da política monetária.

Aliviado do financiamento diário do grande volume dos títulos públicos, o Banco Central ganhou maior liberdade para a execução da política monetária. Mesmo que persistam movimentos endógenos após expansões e retrações da moeda exogenamente determinadas pelo Banco Central, ampliou-se, significativamente, o intervalo de manobra para que a política monetária entrasse em compasso ritmado com as políticas cambial, fiscal e de rendas.⁴ A opção ortodoxa, utilizada principalmente após junho de 1990, antes de revelar o erro ou o acerto da opção, revelou a possibilidade

⁴ Queremos chamar atenção para o espaço criado para a política monetária. No entanto, ainda que tenham ocorrido uma articulação de instrumentos monetários com a política cambial, como propõe Barros (1991), e alguns movimentos da política fiscal no mesmo sentido, não há qualquer definição clara de uma política de rendas. Ainda mais que a ausência de uma definição de política industrial, à luz da experiência do Plano Cruzado, parece inviabilizar que políticas de renda fomentem crescimento sustentável com redistribuição de renda.

de se fazer política monetária. Resta lamentar que o uso da última tenha convergido para uma ortodoxia exacerbada, isolada de um contexto de longo prazo e persistentemente teimosa frente aos fracassos.

Do "hard" ao "soft": os agentes da metamorfose

Desde que o estilo "bateu levou" — expressão modernamente convertida para "hard" — foi aplicado como guia da política econômica, os responsáveis por esta, na forma concreta, passaram a "levar" dos grandes empresários ligados ao Governo e a "bater" na grande massa dos assalariados. As múltiplas pressões sofridas pelo Governo, culminando com a troca da equipe econômica, deveram-se não só à austeridade da política monetária, mas também ao corte de despesas do setor público com empresas privadas.

Por que a política de altas taxas de juros, tanto nominais quanto reais, antes da reforma de março não foi tão atacada como a que a sucedeu? Uma análise de fluxos das taxas de juros não pode responder. É preciso colocar a política monetária num contexto mais amplo. Nesse sentido, deve-se notar que as altas taxas de juros praticadas antes da reforma financiavam a dívida e o "deficit" do setor público, num contexto onde a economia, se não em franca expansão, estava distanciada de um quadro recessivo. Dessa forma, uma grande parcela do empresariado mantinha transações correntes superavitárias com o setor público e, dados os níveis de utilização da capacidade instalada e de capitalização das empresas, podia usufruir de significativas receitas financeiras de curto prazo.

A partir do segundo semestre de 1990, a política monetária austera do Banco Central soma-se ao esforço superavitário do Governo. Na passagem de 1990 para 1991, a recessão, há tanto tempo conhecida pelo segmento assalariado, passa a penetrar em camadas do capital até então não atingidas. Com a diminuição dos gastos do Governo com consumo e investimento, vários capitais perderam sua "eficiência". Desse modo, as decisões de investimento tinham de se confrontar com um deslocamento para baixo da escala de eficiência marginal do capital em vários setores, não só pelo custo alternativo da elevação dos juros, mas também pela expectativa de diminuição das rendas esperadas no futuro. Some-se a isso que, ao iniciar o ano, o quadro recessivo já havia descapitalizado muitas empresas, retirando destas a possibilidade de obterem receitas com as

altas taxas de juros do mercado financeiro. As dificuldades para indexarem seus preços, oriundas do controle de preços, foram a gota d'água. Afinal, a recessão passava a ameaçar grandes empresas com poder de barganha.

Se as pressões de setores da indústria e do comércio, que influenciaram na mudança da equipe econômica em maio, ficaram claras ao longo do processo, o mesmo não se pode dizer de outros, como no envolvimento do sistema financeiro nacional. Foi só com a indicação dos novos membros da equipe econômica que se estabeleceram conjecturas a respeito na imprensa; e quase que direcionadas para a pressão exercida pelos credores externos. Mas a incompatibilidade do atual perfil do sistema financeiro nacional com programas de estabilização de preço prolongados é observável.

O fato de o setor público ter-se financiado, na década de 80, com maciças emissões de títulos, de prazos cada vez mais curtos e com taxas progressivamente elevadas propiciou um mercado paradisíaco aos bancos privados. Como a correção monetária eliminava o risco de perdas com a inflação futura, os bancos privados obtiveram dois expressivos monopólios: o de fornecedor de moeda para o Governo e o de tomador de moeda do público. É importante observar essa desagregação, pois não corresponde a um processo de intermediação financeira genérico entre ofertantes e demandantes de crédito. É específico porque há sempre um ofertante e um demandante particular, o que vicia o sistema nesse tipo de transação. Contrariando os sistemas financeiros mais sólidos, nesse sistema específico não há risco, ao contrário, todos que protagonizam o "jogo financeiro" ganham; perdem os que dele não podem participar.

Todos os planos de estabilização que se sucederam ao Plano Cruzado propiciaram curtos períodos de baixas taxas de inflação, onde a rentabilidade média dos bancos privados caiu sensivelmente. Mas todos os planos anteriores à reforma monetária não atingiam a pressão da dívida pública. Permanecia a necessidade da rolagem e da emissão de um volume crescente de títulos públicos, fator integrante das pressões que resurgiam para o aumento da inflação. As insatisfações do sistema financeiro privado aumentaram com a criação do "Fundão" e a compulsoriedade na aplicação dos bancos privados em títulos do Governo Federal, só diminuindo com a queda da antiga equipe econômica.

O aprofundamento da fase "hard", onde a administração da reforma monetária coexistiu com a redução de gastos públicos e medidas de intervenção no mercado financeiro,

culminou com a negação do próprio estilo, pois explicitou as contradições entre a proposta da política econômica e os interesses das bases políticas que o sustentavam. Desse deslocamento ressurgiu o "velho", mascarado de "novo" pela fachada "soft". Com esta, aparecem alguns gastos direcionados pelo Governo e algumas vantagens para o sistema financeiro privado, transferindo para estes recursos dos cofres públicos estaduais e propiciando o controle político sobre os estados federados de um governo central carente de apoio.

A crise financeira dos estados

Qualquer análise sobre a atual crise financeira dos governos estaduais, cujo agravamento ocorreu no final de 1990, não pode se desprender da evolução da política monetária entre o segundo semestre do ano passado e o primeiro deste. A importância dessa variável exógena às políticas estaduais expressou-se não apenas na elevação das taxas de juros dos títulos federais, concorrentes no mercado com as Letras Financeiras do Tesouro do Estado (LFTES), mas também nas medidas impostas pelo Banco Central, que reduziram a aceitação dos títulos estaduais, e no quadro recessivo, que comprimiu o já curto raio de manobra para as receitas estaduais.

Enquanto os governos estaduais participam no mercado de títulos para obterem financiamento para seus gastos, o Governo Federal pode utilizar-se desse mercado para também controlar os fluxos de ativos monetários e a demanda agregada. Até o Plano Collor, a atuação do Banco Central no mercado de títulos era compatível com o interesse dos estados, pois o Governo Federal impunha a necessidade do financiamento de sua dívida interna e de sua estrutura deficitária. As altas taxas de juros praticadas não implicavam um quadro recessivo, pois não sinalizavam nenhuma expectativa de controle da demanda agregada e dos gastos do Governo Federal.

O choque imposto pela reforma monetária de março de 1990 permitiu que o Banco Central pudesse utilizar-se da política monetária para controlar a demanda agregada. As altas taxas de juros, somadas à diminuição dos gastos do Governo, ao aumento dos impostos e à crise do Golfo Pérsico, geraram expectativas, que se materializaram na forte recessão iniciada no segundo semestre de 1990. Com a recessão, reduziram-se muito os haveres disponíveis para

captação por títulos, num mercado já abalado pelo seqüestro dos ativos monetários.

Mas se o mercado para os títulos estaduais já era pequeno, qualquer medida que diminuísse a preferência por esses títulos poderia causar profundos estragos nas finanças estaduais. Acrescente-se que, pela garantia do Banco Central aos títulos federais, estes já possuem maior aceitabilidade no mercado.

Desde que os títulos federais tiveram de ser negociados diariamente, a dívida mobiliária⁵ dos estados teve que ser negociada da mesma forma. Assim, ainda que no registro contábil a dívida estadual apareça como "fundada"⁶, ela é negociada como "flutuante", pois, juntamente com o título, é repassada uma opção de recompra diária para o credor. Para obterem recursos para o financiamento diário dos títulos, os governos estaduais, representados por distribuidoras de valores ou por bancos estaduais, recorrem à captação direta dos bancos dos respectivos estados, ou, na falta de liquidez daquela, têm de recorrer à operações de redesconto com o Banco Central ou à captação de recursos com outros bancos privados. As duas últimas alternativas representam quase sempre elevados custos para as finanças dos estados.

Além da "rolagem" diária dos títulos estaduais, existem prazos de resgate a serem cumpridos. Quando vencem esses prazos, parcelas das dívidas estaduais são resgatadas ou substituídas por títulos novos. Até o início do segundo semestre de 1990, os governos estaduais vinham conseguindo substituir seus títulos no mercado, ou seja, as operações de crédito suportavam as necessidades de resgate das dívidas. É ainda razoável supor que há uma relação estreita entre o financiamento diário dos títulos e a substituição de títulos velhos por novos. Dificuldades para o financiamento diário gerarão expectativas que haverão de refletir-se em futuras substituições. Dificuldades nestas serão percebidas pelo mercado, que exigirá taxas de remuneração maiores para o "giro" da parcela renovada dos títulos. Mas como a taxa de juros tem de ser única para os mesmos títulos,

⁵ É o total da dívida na forma de títulos.

⁶ A dívida fundada é aquela com vencimento de longo prazo (mais de um ano), e a dívida flutuante é a com vencimento de curto prazo (menos de um ano).

então aumentam-se o estoque total da dívida, as dificuldades para giro diário e as futuras substituições. Esse processo é análogo àquele descrito da dívida federal antes da reforma de março, só que com a fundamental diferença de que as regras institucionais do mercado não estão ao alcance dos governos estaduais.

A cronologia da fase aguda de dificuldades financeiras dos estados inicia em setembro, quando a Gerência de Operações Financeiras (GEROF) do Banco do Brasil reduz progressivamente seus limites de participação no financiamento diário dos títulos estaduais. Sem contar com a GEROF, os bancos estaduais tiveram de usar recursos próprios ou recorrer ao mercado de curto prazo. Em dezembro, o Conselho Monetário Nacional impede que os bancos estaduais continuem fazendo operações de crédito a título de antecipação das receitas dos governos que detinham o controle acionário das instituições, o que dificultou não só o resgate de títulos velhos como o próprio giro da dívida global. Em janeiro, por ocasião do novo plano de estabilização, quando da criação do Fundo de Aplicações Financeiras (FAF) foi reservado um mercado cativo para os títulos federais e proibiu que os bancos aplicassem recursos do "Fundão" em títulos estaduais sem aprovação prévia do Banco Central. Paralelamente a tudo isso, o Governo Federal bradava publicamente sua desconfiança quanto à saúde financeira dos bancos estaduais. Entende-se então por que os títulos estaduais passaram a ter de pagar taxas de juros tão altas — enquanto uma Letra Financeira do Tesouro Federal (LFTF) pagava uma taxa de juros real de 0,86% em agosto de 1990, uma LFTE pagava 1,12%. Em dezembro, a diferença entre as duas passa para 5,2% reais. O RS, da mesma forma que outros estados, teve de recorrer maciçamente aos bancos privados. Apenas de "spread", o Estado passou a pagar, de 213 milhões de cruzeiros em agosto de 1990, 5,1 bilhões de cruzeiros em janeiro de 1991 (Diário Assembl. Leg. 28.2.91).

O golpe de misericórdia do Banco Central veio na segunda quinzena de janeiro. O prazo-limite para as operações de redesconto no Banco Central, que era de 21 dias consecutivos, passa, abruptamente, para três dias. Após o quarto dia, os bancos estaduais estariam passíveis de intervenção. Isso permitiu um amplo controle do Banco Central em relação às dívidas estaduais que, no caso concreto do RS, implicou o fechamento temporário da Distribuidora de Valores do Estado do Rio Grande do Sul (DIVERGS) e uma negociação da dívida em condições desvan-

tajosas para o Estado. Este, pressionado pela situação emergencial, assinou o *Memorando de Entendimentos*, em abril deste ano com a ex-Ministra Zélia Cardoso de Mello e o ex-Presidente do Banco Central, Ibrahim Eris. Pelo acordo, o Estado conseguiu diminuir, parcialmente, as restrições para as aplicações no "Fundão" e converteu aproximadamente 60% de sua dívida mobiliária em giro⁷ de LFTEs para LBCs (no valor de Cr\$ 100 bilhões), que possuem maior confiança no mercado. No entanto, logo após 30 dias dessa conversão, o Estado teria de iniciar toda a reconversão para LFTEs, num prazo de 90 dias. Ainda teria de resgatar 16% do total de sua dívida mobiliária em 91,17%, em 1992; 17%, em 1993; e 18%, em 1994 (RS. Governo, 1991). O custo da rolagem da dívida, que no dia 17 de abril chegou a Cr\$ 250 milhões/dia, caiu no dia 18, quando da assinatura do "Memorando", para Cr\$ 20 milhões, retornando no dia 3 de junho para Cr\$ 180 milhões. Além disso, o Estado teve de resgatar Cr\$ 2,2 bilhões de LFTEs em maio (ZH, 4.6.91). Permanece também a preocupante indefinição quanto às LFTEs em cruzados retidos que, em 31 de maio, somavam Cr\$ 157,3 bilhões e que começarão a ingressar no mercado em setembro.

Do total devido pelos estados em LFTEs, cuja soma atingiu perto de Cr\$ 2,7 trilhões em 30 de junho, o RS detém 15%; o RJ, 16%; MG, 19%; e SP, 35%. Só com o custo da rolagem o RS desembolsou, de janeiro a maio, Cr\$ 16 bilhões para os cofres dos bancos privados. De setembro/90 a março/91 os estados transferiram juntos mais de Cr\$ 150 bilhões para aqueles bancos (RS. Secr. Faz., 1991), o que torna as dívidas estaduais, além de um instrumento de controle político pelo Governo Federal, um excelente negócio para os bancos privados.

Conclusão

A reforma monetária de março de 1990, rompendo com algumas regras de funcionamento do mercado de ativos financeiros, ampliou o espaço de utilização para a política monetária. Não obstante, dada a especificidade do endivi-

⁷ Existe, ainda, uma expressiva parcela da dívida mobiliária bloqueada em cruzados. Essa parcela representava, aproximadamente, NCz\$ 160 bilhões em 30.05.91.

damento interno do nosso setor público, permaneceram fortes pressões para o pagamento da dívida pública.

A sequência de liberações dos cruzados retidos exigiu uma reversão, a curto prazo, da conta fiscal deficitária do Governo. No momento em que ao corte de gastos do Governo, à indexação de tributos e ao controle de preços juntou-se uma prática austera de política monetária, solidificou-se um cenário recessivo para a economia. Passaram então a ser reveladas pressões no âmbito da política econômica por aqueles que se sentiam prejudicados e, principalmente, tinham poder de barganha política. Foram protagonistas dessas pressões vários segmentos empresariais dependentes do gasto público e, de forma mais velada, o capital financeiro nacional.

Concentrando cada vez mais poderes, o Banco Central somou à política monetária várias medidas que reduziram violentamente a confiança no crédito público dos estados. Estes, não dispondo dos instrumentos institucionais de política econômica do Governo Federal, continuam "à mercê" da benevolência da União, enquanto os bancos privados contabilizam fartos lucros patrocinados pela sangria dos cofres públicos estaduais.

A perspectiva de insolvência financeira dos estados mais endividados, correndo o risco de concretizar-se a partir do desbloqueio de títulos em 16 de setembro, reforça o controle político do Governo Federal sobre os estados. Nesse sentido, o espectro sombrio do "setembro negro" joga, a cada momento que passa, mais a favor de Brasília e contra os estados. O federalismo torna-se uma associação de estados bem comportados, onde o alinhamento ou a rebeldia podem significar a recompensa ou o castigo.

Bibliografia

BARROS, Octávio de (1991). Temporariamente a favor do "câmbio flutuante degenerado". *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, 19(1):62-8.

DIÁRIO DA ASSEMBLÉIA LEGISLATIVA (28.2.91). Porto Alegre.

FRANCO, Gustavo H. B. (1989). O milagre do rentenmark: uma experiência bem sucedida com moeda indexada. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, FGV, 43(3):431-50, jul./set.

GURLEY, John (1990). O excesso de liquidez e as reformas monetárias européias 1944-52. *Ensaios FEE*, Porto Alegre, 11(1):223-49.

KEYNES, J. M. (1979). *A treatise on money*. London, Macmillan. (Collected Writings of J. M. K., 5-6).

MORAES JR., Aod C. (1991). Estabilidade de preços e pagamento da dívida externa sob o enfoque do Plano Brasil Novo. *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, 18(4):285-92.

MUNHOZ, Dércio G. (1991). Os governadores refêns. *Folha de São Paulo*, São Paulo. 13 abr. p.A-3.

RIO GRANDE DO SUL. Governo (1991). *Memorando de Entendimentos*. (s.n.t.). (Acordo entre Banco Central, Ministério da Economia e Estado do Rio Grande do Sul).

_____. Secretaria da Fazenda (1991). *Proposta de federalização da dívida*. Porto Alegre. (Documento Interno).

ZERO HORA (4.6.91). Porto Alegre.