

POLÍTICA ECONÔMICA BRASILEIRA: PRESENTE E PERSPECTIVAS

REFORMA MONETÁRIA COM ÂNCORA INTERNA: UMA ALTERNATIVA À DOLARIZAÇÃO

"A restauração da confiança é cumulativa, assim como o seu colapso, e começar a recuperá-la é ganhar meia batalha."

John Maynard Keynes

Paulo Nogueira Batista Jr.*

1 - Introdução

Não é sem razão que se duvida da possibilidade de enfrentar a inflação brasileira com os procedimentos utilizados para combater inflações mais brandas. Uma estabilização de tipo convencional, centrada nos ajustamentos fiscal e monetário, combinados, eventualmente, com algum tipo de política de rendas, pode funcionar quando a inflação ainda não alcançou proporções hiperinflacionárias e se revela mais eficaz no tratamento de surtos de instabilidade em economias acostumadas a uma certa constância do nível geral de preços. Mas a questão assume feição essencialmente distinta quando se trata de enfrentar distúrbios monetários extraordinários pela sua intensidade ou duração.

Em condições hiperinflacionárias, a natureza do problema transforma-se: a diferença de grau converte-se em diferença de qualidade, não apenas porque as altíssimas taxas de inflação geram inevitavelmente uma intensa e generalizada desconfiança na moeda, mas também porque, nesses casos, a estabilização bem-sucedida costuma ser antecedida de uma série de promessas descumpridas e tentativas fracassadas de eliminar ou reduzir a inflação. O histórico de insucessos, aliado ao efeito desagregador da virulência e da persistência do ritmo de desvalorização da moeda nacional, acaba produzindo uma desconfiança arraigada no sistema monetário

* Professor e Pesquisador da Fundação Getúlio Vargas-SP.

público, o que contribui, por sua vez, para obstruir a estabilização e ampliar ainda mais a lista de tentativas malogradas de restabelecer um padrão monetário confiável. Cada insucesso parece aprofundar o problema e tornar mais remota a perspectiva de estabilidade.

O problema da falta de credibilidade ou confiança aparece sob formas variadas e em diferentes níveis ou estágios, aspecto nem sempre destacado na imensa literatura sobre o tema. Nas fases iniciais de gestação de uma crise monetária, o problema apresenta-se geralmente sob a forma de perda de credibilidade do ministério das finanças ou da economia e ainda pode ser resolvido pela troca de comando na área econômica. Quando sucessivas mudanças ministeriais não trazem os resultados esperados ou prometidos, a falta de credibilidade vai-se transformando em crise de confiança no governo. Se mudanças de governo, ou até de regime político, se revelam incapazes de conter a instabilidade monetária, a crise de confiança assume um caráter crônico e se transmuta em crise de confiança no Estado ou na instituição Governo. Esse é o estágio do problema que caracteriza os processos hiperinflacionários.

Nessas circunstâncias, há sempre uma dificuldade anormal de engendrar a reversão das expectativas de inflação, o que tende a transformar o ajustamento fiscal em uma "tarefa de Sísifo." A taxa de inflação mostra-se inflexível à baixa, e medidas restritivas passam a ter custos excepcionais em termos de diminuição do nível de atividade; as taxas de juros mantêm-se elevadas em termos nominais e reais; a oferta voluntária de financiamento não inflacionário para o setor público demora a se recuperar. Por esses e outros motivos, o ajustamento fiscal requerido *ex ante* torna-se gigantesco e, portanto, politicamente muito difícil ou até inviável.

A hiperinflação é um fenômeno relativamente raro. Adotando-se a definição proposta por Phillip Cagan, ocorreram apenas 15 casos até o final da década de 80, todos eles no século XX. Os primeiros episódios aconteceram em cinco países europeus, durante a primeira metade dos anos 20 (Alemanha, Áustria, Hungria, Polônia e União Soviética), como consequência direta ou indireta dos distúrbios provocados pela Primeira Guerra Mundial. A segunda leva veio na década de 40 e atingiu alguns países (China, Grécia e novamente a Hungria) durante ou logo após a Segunda Guerra. Nos anos 80, houve mais cinco casos na América Latina (Argentina, Brasil, Bolívia, Nicarágua e Peru) e dois na Europa Oriental (Iugoslávia e Polônia), que tiveram origem nas tensões associadas à crise internacional da dívida externa e/ou nas dificuldades decorrentes da transição do planejamento central para um sistema de mercado.

Não é por acaso que a hiperinflação é um fenômeno restrito ao século XX. Nos séculos anteriores, o tipo preponderante de moeda primária era a moeda metálica ou plenamente conversível em metais preciosos, o que colocava a oferta de base monetária ao abrigo de manipulações arbitrárias por parte do Tesouro ou do Banco Central. No século XX, a moeda fiduciária estatal, inconversível em moeda-mercadoria, passou de exceção a regra. Com isso, romperam-se completamente as salva-guardas associadas à conversibilidade, abrindo caminho para processos inflacionários de intensidade e duração nunca antes vistas. Mesmo nos séculos anteriores, os distúrbios monetários mais graves, como a inflação dos *assignats* e os mandatos territoriais na França revolucionária do final do século XVIII ou a inflação dos *continentals* criados pelos EUA para financiar a guerra de independência contra a Inglaterra, estiveram sempre associados à emissão desordenada pelo governo nacional, ou por bancos patrocinados pelo governo, de

moeda de curso legal, sem lastro metálico e não passível de conversão em ouro, prata ou em moedas de liquidez internacional emitidas por outros Estados.

O que ensina a experiência histórica, recente e remota, sobre o modo pelo qual foram superadas as crises monetárias agudas? Na vasta literatura sobre o assunto, há um aspecto da questão que muitas vezes não recebe a devida atenção: pela sua própria natureza, as crises monetárias costumam terminar com intervenções, nas quais o Estado passa a depender de garantias ou pontos de apoio externos ao poder público, única maneira de engendrar a reversão das expectativas e iniciar o processo de recuperação da confiança.

Podem-se agrupar quase todos os casos conhecidos em dois modelos básicos de hiperestabilização: (a) a estabilização com âncora ou garantia internacional; e (b) a estabilização com âncora interna ou lastro no setor privado. O primeiro modelo é muito mais conhecido, tanto que algumas experiências desse tipo têm dado margem a generalizações indevidas.

2 - Âncora externa

Na estabilização com âncora externa, o descrédito da moeda estatal leva à vinculação ou subordinação do sistema monetário doméstico a uma moeda estrangeira de liquidez internacional. O pressuposto fundamental, nesse caso, é a disponibilidade de apoio internacional na forma de recursos líquidos adicionais em moeda forte ou de reestruturação de obrigações externas já existentes.

A estabilização com âncora ou apoio internacional é mais fácil e mais freqüente no caso de países pequenos, tais como Áustria e Hungria nos anos 20; Formosa, Grécia e Hungria na década de 40; e, mais recentemente, Bolívia e Nicarágua. Há pelo menos dois motivos que facilitam a aplicação desse modelo de estabilização a economias de menor dimensão. Por apresentarem geralmente maior grau de abertura comercial ao Exterior, essas economias tendem a se "dolarizar" mais prontamente em resposta à rápida desvalorização da moeda nacional. Essa combinação de um grau elevado de abertura com indexação à moeda estrangeira dos preços de produtos não comerciáveis confere um poder estabilizador excepcional à chamada âncora cambial. Além disso, no caso da reconstrução financeira de países pequenos, as potências dominantes ou as entidades multilaterais por elas controladas (Liga das Nações nos anos 20 ou FMI e Banco Mundial nos anos 80 e 90) estão sempre em condições de formar, com um montante (para elas) pequeno de recursos, uma base de apoio financeiro suficiente para desempenhar um papel crucial na defesa da taxa cambial e no financiamento não inflacionário do setor público.

"A lei de ferro dos Estados", dizia de Gaulle, "É que não se dá nada por nada". Na mobilização de apoio financeiro externo, a motivação principal costuma ser a presença de conflitos ou rivalidades entre nações de maior peso militar ou econômico, que têm como subproduto algum aumento do poder de barganha do país em crise. Assim aconteceu na maioria dos exemplos acima referidos. Mas esse poder de barganha nunca é grande o suficiente para evitar que a base externa de apoio tenha que ser "comprada" com alguma perda de soberania e com a submissão ao controle ou ao monitoramento dos credores estrangeiros. Essa perda de soberania não representa apenas a abdicação do recurso a políticas autônomas nos campos monetário e cambial,

mas também a interferência direta de agentes externos na condução de aspectos vitais da política econômica.

Quando o apoio financeiro de fontes oficiais, bilaterais ou multilaterais, não pode ser mobilizado nos montantes e na velocidade requeridos pela dinâmica do processo de estabilização, mas se deseja, mesmo assim, ancorar a política antiinflacionária em reservas oficiais de liquidez internacional, uma alternativa (mais arriscada) pode ser a tomada de recursos no mercado financeiro internacional. Como economias atingidas por forte instabilidade monetária representam um risco maior do que o normal e nunca conseguem recuperar a sua credibilidade de forma instantânea, essa alternativa raramente existe na prática e só pode ser considerada em condições de abundância de liquidez nos mercados internacionais de crédito. Esse é o caminho que vem sendo seguido pela Argentina desde 1991.

3 - Âncora interna

As circunstâncias que impedem ou dificultam a estabilização com lastro externo e que podem levar, portanto, à busca de uma âncora interna à economia nacional estão, em certa medida, implícitas nas observações apresentadas na seção anterior. No caso de países maiores, o aporte financeiro externo de fontes oficiais tende a ser pequeno em comparação com os agregados monetários e quase-monetários domésticos e com a dimensão da economia. Como essa restrição dificilmente pode ser removida, de forma segura, com a obtenção de crédito nos mercados financeiros internacionais, o nível e a estabilidade das reservas cambiais do Banco Central acabam sendo incompatíveis com a pretensão de estabilizar a moeda nacional com lastro externo. Ademais, economias de grande porte e dimensão continental costumam ser mais fechadas ao comércio internacional e demoram mais a substituir a moeda doméstica por moedas estrangeiras em períodos de aceleração inflacionária. Nesses casos, programas que envolvam a utilização de uma âncora cambial como elemento central correm um risco maior de produzir defasagens cambiais insustentáveis e desembocar em crises de balanço de pagamentos.

Algumas vezes, a dificuldade de atrair recursos na escala requerida pode originar-se não (não apenas) da dimensão da economia, mas também da falta de interesse em conceder o necessário apoio, em função da pouca importância estratégica do país. Em outros casos, o que impossibilita o recurso à âncora externa é a existência de graves conflitos, de natureza política ou até militar, entre o país em questão e uma ou mais potências hegemônicas.

Quando as circunstâncias são essas, a alternativa é procurar no setor privado a garantia básica que permita dar partida ao processo de estabilização e iniciar a recuperação da confiança. Isso significa criar, em substituição ou em paralelo ao sistema monetário público, instituições monetárias de direito privado, independentes e autônomas em relação ao Estado, mas com atribuições definidas em lei, por prazo determinado e sujeitas, portanto, à reconfirmação pelo poder público.

A estabilização com âncora interna ou lastro nacional pode representar, assim, a privatização parcial e temporária do direito de emitir moeda primária, ou seja, a decisão do poder público de conferir a um banco privado, especialmente constituído para esse fim, o mandato para assumir algumas das funções de banco central. Arranjos desse tipo resultam de um entendimento entre o Estado e o setor privado, no qual o direito de criar moeda primária, sob certas condições, em substituição ou em paralelo à moeda

estatal, tem como contrapartida a obrigação de financiar o Tesouro por algum tempo e dentro de certos limites.

Como se sabe, esse tipo de negociação está na origem de muitos dos bancos centrais modernos, alguns dos quais surgiram inicialmente como instituições privadas. Contudo o que interessa ressaltar aqui é o fato relativamente desconhecido de que a resolução de crises monetárias agudas envolveu, em diversos casos, a transferência a instituições privadas da função de prover meios de pagamentos confiáveis. Assim é que foram enfrentadas, por exemplo, duas das mais graves crises monetárias do final do século XVIII — a dos *continentals* nos EUA e a dos *assignats* na França revolucionária — e duas das piores hiperinflações do século XX — na Alemanha e na Polônia, nos anos 20. Em todos esses casos, o completo descrédito da moeda-papel estatal levou ao envolvimento direto do setor privado na reorganização do sistema monetário e na emissão primária de meios de pagamento.

4 - O caso do Brasil

O caso brasileiro apresenta alguns traços típicos das crises monetárias que não podem ser enfrentadas com uma âncora internacional. País de dimensão continental, sem importância estratégica específica, o Brasil não obterá apoio financeiro externo em escala adequada. Nessas condições, as reservas internacionais do Banco Central tendem a ser insuficientes ou a apresentar excessiva volatilidade, o que inviabiliza a estabilização com lastro externo.

Por outro lado, a economia brasileira parece reunir as condições necessárias para alicerçar internamente o processo de estabilização. A crise é mais do Estado do que da economia como um todo. O setor privado, embora abalado pela prolongada crise econômica, preserva alguma solidez e certa capacidade de resistência, mesmo porque conseguiu transferir ao setor público parte dos ônus do processo de ajustamento. Diversos setores da economia privada conseguiram se ajustar e até progredir durante a crise, ao mesmo tempo em que se aprofundava, de forma quase contínua, a crise fiscal e administrativa do Estado, em especial a nível federal.

Se é verdade que existem condições de encontrar no plano interno um ponto de apoio para começar o processo de reconstrução da ordem monetária, caberia então discutir a maneira pela qual se poderia tornar o setor privado co-responsável pela recuperação da estabilidade monetária.

Não há condições, nos limites deste artigo, de ir além de indicações genéricas. Um dos pontos centrais seria a criação de um banco emissor de uma nova moeda primária, de capital privado ou preponderantemente privado, com limites máximos à participação de acionistas individuais e, eventualmente, com restrições à participação de não residentes no capital votante. Esse banco seria constituído por lei do Congresso e com as emendas constitucionais que se fizessem necessárias, após negociação pública e aberta entre o Executivo, o Congresso e o setor privado. Os estatutos do banco teriam que garantir a sua autonomia e independência em relação ao Governo, ao ministro das finanças e aos políticos do momento, mas a sua atuação teria que estar estritamente pautada por regras estabelecidas pelo poder público.

O capital do novo banco poderia ser angariado por subscrição pública ou por alocação compulsória de cotas, isto é, pela participação obrigatória das pessoas físicas

ou jurídicas em proporção aos seus rendimentos ou ao seu ativo fixo. A participação do setor privado na constituição do banco emissor poderia tomar a forma de hipotecas correspondentes a um percentual dos ativos produtivos, da entrega ao banco de uma parte da liquidez internacional do setor privado ou de uma combinação das duas coisas.

O novo banco deveria ter duas tarefas básicas: (1) a emissão de uma nova moeda dentro de limites fixados em lei; (2) e o suprimento de recursos ao Tesouro, por prazo limitado, até um percentual máximo do capital subscrito. As duas funções atribuídas ao banco estariam interligadas, não apenas porque o direito de criar uma nova moeda teria a sua contrapartida na obrigação de financiar o Tesouro, mas também porque a própria possibilidade de fazê-lo de modo consistente com a estabilização decorreria da presunção de que a criação de uma nova moeda mais confiável, porque apoiada em garantias externas ao poder público, induziria a uma queda abrupta da velocidade de circulação da moeda. Isso abriria caminho para financiar o Tesouro de forma não inflacionária durante a fase de remonetização da economia, algo que não poderia ser alcançado na mesma medida por tentativas de estabilização baseadas na moeda oficial ou na obrigação de lastrear a recuperação dos encaixes reais na acumulação de reservas internacionais pelo Banco Central.

O novo regime monetário teria um caráter parcial e temporário. O seu propósito não seria ocupar em definitivo o lugar das instituições públicas, mas, ao contrário, o de ajudar na sua recuperação, viabilizando as indispensáveis reformas no campo das finanças públicas e na própria reorganização do banco central público. A função básica do novo banco emissor seria, portanto, servir ao restabelecimento do sistema público e à reintrodução de instituições monetárias modernas, baseadas na moeda fiduciária estatal em estado puro.

Por isso mesmo é que não se recomendaria uma privatização plena da emissão de moeda primária. O sistema privado de emissão não substituiria o sistema público, mas coexistiria com ele. O novo banco emissor seria, desse modo, uma espécie de banco central paralelo ao Banco Central do Brasil, que emitiria uma moeda paralela ao cruzeiro.

Não se pretende, portanto, seguir a linha proposta por Hayek e outros autores que defendem a privatização completa e definitiva da oferta de meios de pagamento e o desaparecimento dos bancos centrais e das moedas por eles emitidas. A continuação do banco central público seria indispensável não só pela razão acima apontada, mas também porque algumas de suas atribuições envolvem conflitos de interesse com o setor privado, não podendo ser adequadamente exercidas por um banco de capital particular.

A implementação do novo sistema monetário representaria, assim, a criação provisória de um regime bimonetário, uma vez que o cruzeiro continuaria em circulação. Como a nova moeda seria apenas um meio para alcançar a estabilização do cruzeiro, deveria haver plena conversibilidade entre as duas moedas a uma taxa fixa ou pré-fixada. Caso contrário, surgiria o risco de que a introdução de uma nova moeda mais estável e confiável do que o cruzeiro viesse a desencadear uma aceleração da inflação neste último.

Daí segue que também seria preciso promover algumas mudanças no próprio sistema público e em suas regras de funcionamento, em especial no que se refere às relações entre o Executivo e o Banco Central. O essencial seria garantir que o Banco Central ficasse livre do ônus de financiar o setor público, direta ou indiretamente. Além disso, caberia introduzir modificações legais que garantissem alguma autonomia do

Banco Central em relação ao Governo e ao sistema financeiro público e privado, em linha com a experiência internacional.

É provável que algum tipo de âncora cambial também se fizesse necessária. Em outras palavras, seria aconselhável vincular, de alguma forma, as duas moedas domésticas ao dólar. A razão é que o dólar já desempenha o papel de referência ou de unidade de conta para boa parte das transações da economia, embora não na mesma medida que na Argentina e em outras economias latino-americanas. A moeda norte-americana poderia exercer, portanto, um papel de indexador no novo sistema monetário, desde que a âncora cambial fosse aplicada após a adoção de medidas preparatórias que incluiriam a acumulação de um nível elevado de reservas no Banco Central — com o intuito de aumentar a sua capacidade de intervenção no mercado cambial — e a sincronização da desvalorização cambial à taxa de inflação, aos indexadores oficiais e aos preços públicos, como forma de induzir à dolarização dos preços domésticos e de aumentar o poder estabilizador da âncora. Iniciado o processo de estabilização, caberia complementar a âncora cambial com regras correspondentes para preços e tarifas públicas e outros preços sob controle direto do Governo e, eventualmente, com a negociação de acordos setoriais de preço, a exemplo do que foi feito na Argentina, após a fixação do câmbio nominal.

Há várias maneiras de estabelecer a vinculação com a moeda estrangeira, mas o que interessa frisar no presente contexto é que essa vinculação não precisaria apresentar a problemática rigidez que caracteriza o modelo de combate à inflação aplicado na Argentina desde 1991. Não haveria, por exemplo, a necessidade de assumir um compromisso legal com a taxa de câmbio em relação ao dólar, nem de subordinar a base monetária às reservas internacionais do Banco Central ou de garantir a plena conversibilidade externa das moedas nacionais. Pelo contrário, a exemplo do que ocorreu na maioria dos episódios de hiperestabilização, seria mais prudente manter pelo menos alguns dos mecanismos de controle cambial e restrições de acesso ao mercado de câmbio, especialmente no que diz respeito a movimentos de capital, ainda que se deseje tomar, desde logo, certas medidas de liberalização na área externa.

5 - Comentários finais

Ao contrário dos cinco choques tentados, sem sucesso duradouro, entre 1986 e 1991, uma reforma monetária desse tipo não poderia, pela sua própria natureza, ser preparada a portas fechadas por técnicos ligados ao Executivo e, subitamente, despejada sobre a sociedade. Precisaria, ao contrário, ser precedida de uma cuidadosa negociação, da qual participariam não só o Executivo e as classes empresariais, como o Congresso e outros representantes da sociedade civil. Esse é, provavelmente, um dos seus grandes atrativos para uma sociedade traumatizada pela violência e a arbitrariedade dos choques antiinflacionários dos últimos anos.

Mas há problemas de outra natureza. O principal risco talvez seja o de que a transferência de funções públicas a uma instituição privada resulte em subordinação das prerrogativas concedidas a objetivos particulares conflitantes com os propósitos gerais da reforma e, possivelmente, fatais para a sua credibilidade. Em uma sociedade como a brasileira, marcada desde tempos imemoriais por excessiva

fluidez ou indeterminação das fronteiras entre o público e o privado, esse risco seria particularmente pronunciado.

A forma de enfrentá-lo foi sugerida acima. Trata-se, essencialmente, de cercar o novo sistema monetário de todos os dispositivos necessários para garantir, ao mesmo tempo, a autonomia do novo banco emissor em relação aos governantes do momento e a sua subordinação a regras específicas definidas em lei e nos estatutos do banco. Isso só poderia ser alcançado, se a sua criação fosse feita de forma transparente e antecedida de uma negociação cuidadosa e aberta, na qual estariam representadas todas as principais forças e tendências políticas.

Outro risco, este comum nos choques antiinflacionários dos anos recentes, é o de que a estabilização temporária propiciada pela reforma monetária venha a conduzir, novamente, a um adiamento da estabilização duradoura das contas fiscais e das demais reformas estruturais indispensáveis à consolidação do processo. É fundamental que se compreenda que a reforma monetária não é ela mesma a solução do problema, mas apenas uma pausa para respirar, um mecanismo temporário concebido para criar as condições propícias à implementação das reformas fundamentais. Sem essas reformas, o programa teria o mesmo destino dos anteriores.

Em última análise, permanece o fato de que não haverá estabilização bem-sucedida enquanto não houver uma coligação social e política majoritária e solidamente comprometida com a restauração de uma moeda confiável. A ninguém escapa o quanto é difícil o seu surgimento em uma sociedade com longa tradição inflacionária, onde os setores dominantes conseguem conviver com a inflação, proteger-se dos seus efeitos adversos e, em alguns casos, até beneficiar-se dela.

Não é evidente, por outro lado, que a possibilidade de contemporizar diminui dia-a-dia, que a crise monetária ameaça a segurança e até as condições de sobrevivência da maioria da população, colocando em risco a própria viabilidade do País a prazo mais longo? Sem uma moeda estável, não haverá retomada do desenvolvimento, a concentração da renda continuará aumentando e prosseguirá também o alarmante processo de desagregação social que já começa a afetar até mesmo os mais privilegiados. Resta saber se a deterioração do quadro econômico-social já foi longe o suficiente para desencadear as reações políticas necessárias à negociação e à sustentação de um programa que ataque nossos problemas pela raiz.

Bibliografia

- AFTALIO, Florin (1990). **The french revolution: an economic interpretation**. Paris: La Maison des Sciences de L'homme/Cambridge University.
- ALLAIS, Maurice (1988). **L'impôt sur le capital et la réforme monétaire**. Paris: Hermann.
- BANK OF POLAND (1925). **Articles of Association of the Bank Polski**. Warsaw.
- BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira (1992). Keynes e a estabilização do marco alemão nos anos 20. In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello, BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira, org. **A luta pela sobrevivência da moeda nacional: ensaios em homenagem a Dilson Funaro**. São Paulo: Paz e Terra.

- BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira (1993). **Crise monetária, reforma fiscal e dolarização da economia**. São Paulo: FGV/EAESP. (Texto para discussão, n.24; mimeo)
- CAGAN, Phillip (1956). The monetary dynamics of hyperinflation. In: FRIEDMAN, Milton, org. **Studies in the quantity theory of money**. Chicago: University of Chicago.
- CALVO, Guillermo A., VÉGH, Carlos A. (1992). **Substitution in developing countries: an introduction**. Washington: Internationa Monetary Fund. (IMF Working paper, WP92/40; mimeo)
- CASSEL, Gustav (1932). **El problema de la estabilización**. Barcelona: Labor.
- FRIEDMAN, Milton (1992). **Money mischief: episodes in monetary history**. New York: Harcourt Brace Jovanovich.
- FROMMER, H., SCHLAG, H. (1924). **Gesetzgebung über die Rentenmark**. Mannheim: J. Bensheimer.
- GALBRAITH, John Kenneth (1975). **Money: whence it came, where it went**. Boston: Houghton Mifflin.
- GOODHART, Charles (1988). **The evolution of central banks**. Massachusetts: The MIT/Cambridge.
- HELFFERICH, Karl (1923). Brotwährung. **Preussische Zeitung**, Berlin, sept.
- HELFFERICH, Karl (1923a). Die Deutsche Not-Währung -I bis III. **Neue Zürcher Zeitung**, 21/23 nov.
- HELFFERICH, Karl (1931). **Die Deutsche Währung im Jahre 1923**. Leipzig: C. L. Herschfeld/Verlag.
- IMHOF, Rudolf (1928). **Die Rentenmark**. Leipzig: Verlag/ K. L. Ricker.
- KEYNES, John Maynard (1978). The financial reconstruction of germany: the Nation and Athenaeum, 7 jan. 1928. In: KEYNES, John Maynard. **The collected writings of John Maynard Keynes**. Cambridge: MacMillan/Cambridge University/ The Royal Economic Society.
- LUTHER, Hans (1924). **Feste Mark - Solide Wirtschaft**. Berlin: Otto Stollberg/ Verlag zur Politik und Wirtschaft.
- LUTHER, Hans (1928). Die Stabilisierung der Deutschen Währung. In: MÜLLER, Hermann, org. **Zehn Jahre Deutsch Geschichte 1918-1928**. Berlin: Otto Stolberg/ Verlag G. M. B. H.
- LUTHER, Hans (1960). **Politiker ohne Partei: Erinnerungen**. Stuttgart: Deutsche Verlags-Anstalt.
- OSBAND, Kent, VILLANUEVA, Delano (1992). **Independent currency authorities: an analytic primer**. International Monetary Fund. (IMF Working Paper, WP/92/50; mimeo)
- PABLO, Juan Carlos de, BRODA, Miguel Angel (1989). La política económica en países increíbles. **Revista INCAE**, v.3, n.2.

- RAMALHO, Valdir (1992). Anos 20 e hiperinflação na Polônia. In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello, BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira, org. **A luta pela sobrevivência da moeda nacional: ensaios em homenagem a Dilson Funaro**. São Paulo: Paz e Terra.
- RECHES, Markus (1928). **Die Währungsverhältnisse Polens**. Lowów: Lwowska Drukarnia Nowoczesna.
- SACHS, Jeffrey D., LARRAIN, Felipe (1993). **Macroeconomics in the global economy**. New York: Harvester Wheatsheaf.
- SCHUMPETER, Joseph A. (1925). The currency situation in Austria. In: YOUNG, John Parke, org. **European currency and finance**. Washington, DC: Government Printing Office. v.1. (Commission of Gold and Silver Inquiry, United States Senate, serial 9)
- SMITH, Lawrence (1936). The Zloty, 1924-35. **Journal of Political Economy**, v.44, n.2, Apr.
- SPATZ, Max (1937). **Die Geschichte und die Politik der Bank von Polen**. Genève: Université de Genève/ Faculté des Sciences Économiques et Sociales. (Thèse, n.52)