

Coleção

História Contada do
Banco Central do Brasil

X

**Affonso Celso
Pastore**

Coleção

História Contada do
Banco Central do Brasil

Brasília • 2019

Coleção

História Contada do
Banco Central do Brasil

X

**Affonso Celso
Pastore**

Ficha Catalográfica elaborada pela Biblioteca do
Banco Central do Brasil – v. 10

Banco Central do Brasil

Affonso Celso Pastore / Banco Central do Brasil – Brasília : Banco
Central do Brasil, 2019.

58 p. ; 23 cm – (Coleção História Contada do Banco Central do
Brasil; v. 10)

I. Banco Central do Brasil – História. II. Depoimento. III.
Pastore, Affonso Celso. IV. Título. V. Coleção.

CDU 336.711(81)(091)

Apresentação

O Banco Central do Brasil tem mais de 50 anos. A realização de entrevistas orais com personalidades que contribuíram para a sua construção faz parte da memória dessa Instituição, que tão intimamente se vincula à trajetória econômica do país.

Essas entrevistas são apresentadas nesta *Coleção História Contada do Banco Central do Brasil*, que complementa iniciativas anteriores.

É um privilégio poder apresentar esta Coleção.

As entrevistas realizadas permitem não apenas um passeio pela história, mas também vivenciar as crises, os conflitos, as escolhas realizadas e as opiniões daqueles que deram um período de suas vidas pela construção do Brasil. Ao mesmo tempo, constituem material complementar às fontes históricas tradicionais.

O conjunto de depoimentos demonstra claramente o processo de construção do Banco Central como instituição de Estado, persistente no cumprimento de sua missão. A preocupação com a edificação de uma organização com perfil técnico perpassa a todos os entrevistados. Ao mesmo tempo em que erguiam a estrutura, buscavam adotar as medidas de política econômica necessárias ao atingimento de sua missão.

É evidente, também, a continuidade de projetos entre as diversas gestões, viabilizando construções que transcendem os mandatos de seus dirigentes.

Nossa expectativa com a publicação dessas entrevistas é contribuir com uma melhor compreensão acerca da evolução da Instituição e de sua atuação.

Queremos estimular a busca por conhecimentos sobre a história econômica do país e sobre como o Banco Central busca seus objetivos de **garantir a estabilidade do poder de compra da moeda e a solidez e eficiência do sistema financeiro.**

A handwritten signature in black ink, reading "Ilan Goldfajn". The signature is fluid and cursive, with the first letters of each word being capitalized and prominent.

Ilan Goldfajn
Presidente do Banco Central do Brasil

Affonso Celso Pastore, paulistano, graduado e pós-graduado em Economia pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), onde também realizou sua Livre Docência, assumiu a presidência do Banco Central do Brasil (BCB) em setembro de 1983, permanecendo até março de 1985.

A carreira profissional de Pastore seguiu essencialmente a vertente acadêmica. Foi diretor e professor titular da FEA/USP. Além de diversos livros publicados, contribui com artigos em periódicos nacionais e internacionais.

Em 1967, passou a integrar a equipe de assessores do Ministério da Fazenda. Nessa época, ainda se buscava administrar a inflação por meio de controle de preços, pois havia a crença de que a inflação poderia ser combatida com políticas de rendas.

Em 1979, foi convidado a assumir a Secretaria de Fazenda do estado de São Paulo. Atribui grande importância a essa experiência como gestor, pois ajudou-o a refletir com ainda mais profundidade sobre questões referentes a política econômica. Nesse período, Pastore já estava atento aos impactos relativos ao endividamento do Brasil no exterior.

Em 1983, quando assumiu a presidência do Banco Central, o país já vivia a crise da dívida externa. A emergência dos problemas de financiamento internacional e as restrições criadas pelas alternativas de política econômica existentes reduziam a possibilidade de utilização de instrumentos clássicos de política monetária para o controle da inflação. Os esforços, naquele momento, concentraram-se na renegociação da dívida externa e na busca por linhas de financiamento que mantivessem a economia brasileira em funcionamento. Assinale-se que, na década de 1980, o Banco Central ainda não possuía a estrutura e a envergadura que construiu ao longo dos anos. Operava, segundo Pastore, como uma divisão do Ministério da Fazenda.

No âmbito do *Projeto Memória do Banco Central do Brasil*, Affonso Pastore concedeu entrevista à equipe do Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil da Fundação Getúlio Vargas (CPDOC/FGV) em 11 de maio de 2016. Em seu depoimento, apresentou sua trajetória acadêmica e profissional e refletiu sobre a atuação do Banco Central.

Cabe destacar que as entrevistas realizadas em 2016 e 2017 com ex-dirigentes do Banco Central resultam da retomada do *Projeto Memória do BCB*, a qual teve início em 1989, quando o BCB e o CPDOC/FGV firmaram convênio com o objetivo de descrever a trajetória de criação e organização da Instituição que, no ano seguinte, completaria 25 anos. Em um segundo momento, foi colhido o depoimento de Alexandre Kafka, diretor-executivo do Fundo Monetário Internacional (FMI), figura de grande prestígio e cujo depoimento foi relevante para a compreensão do relacionamento do Brasil com a comunidade internacional. O projeto foi ainda retomado em 1995 e em 1997, quando mais algumas entrevistas foram realizadas e, por fim, foi complementado pelas entrevistas que ocorreram entre 2016 e 2017.

A reconstituição da construção do Banco Central por meio da história oral relatada por muitos de seus principais atores permite não apenas complementar as informações existentes em documentos já publicados, mas também conhecer as avaliações, os dilemas, as escolhas e as influências familiares, acadêmicas e da rede de relacionamentos de cada um deles, colocando, assim, o indivíduo e o momento histórico como agentes determinantes na edificação da Instituição.

As entrevistas realizadas foram transcritas e submetidas a processo de edição por parte das equipes envolvidas e dos entrevistados, mantendo-se fiel à narrativa, e transformando-as, assim, nos volumes que compõem a *Coleção História Contada do Banco Central do Brasil*.

Sumário

Introdução, 9

Capítulo 1: Vida Acadêmica, 13

Capítulo 2: Secretaria da Fazenda, 19

Fotos, 26

Capítulo 3: Banco Central, 29

Capítulo 4: Ares de Modernidade, 48

Índice Onomástico, 54

Capítulo 1

Vida Acadêmica

Sobre sua trajetória pessoal, o senhor é paulistano e formou-se em São Paulo?

Sou paulistano, vivi toda minha vida aqui, com uma breve interrupção, quando trabalhei no Rio de Janeiro. Minha vida profissional foi inteira na Universidade de São Paulo (USP), na qual construí minha carreira acadêmica desde a graduação até o doutorado, chegando a professor titular do Departamento de Economia. Foram breves os períodos que passei afastado da universidade. Estive no Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), nos anos 1970, quando João Paulo dos Reis Velloso era o superintendente e o Delfim Netto, o ministro da Fazenda. Em 1976, mudei-me novamente para o Rio, para trabalhar na Fundação Centro de Estudos e Comércio Exterior (Funcex). De volta a São Paulo, tornei-me diretor da Faculdade de Economia e Administração (FEA) da USP e, em 1979, fui convidado para ser secretário da Fazenda do Estado de São Paulo, cargo que deixei em janeiro de 1983, com o fim do governo. Em setembro de 1983, fui para o Banco Central. Entre a Secretaria da Fazenda e o Banco, voltei à USP. É uma carreira simples, rapidamente consigo contar a trajetória inteira.

O que o estimulou a estudar Economia? O que despertou seu interesse pela área?

Sempre pensei em ser economista. Não chegou a ser uma escolha, foi algo natural. Eu lia muito, interessava-me por problemas econômicos, tinha respeito pela USP e, em especial, pela Faculdade de Economia. Para mim, foi algo absolutamente natural escolher essa formação acadêmica. Sequer tive influência familiar na decisão, foi gosto pessoal desde sempre.

Sua carreira profissional parece estruturada na carreira acadêmica.

Só trilhei carreira acadêmica, não tive outra carreira. Nunca atuei no setor privado, nunca atuei em uma empresa. Em minha vida profissional, houve a Academia e o governo.

Como foi sua trajetória acadêmica e de que maneira ela influenciou sua atuação no governo?

Quem está na universidade ensina e faz pesquisa. Um economista realiza pesquisas sobre problemas econômicos. No começo da minha vida acadêmica, quando ainda realizava pesquisas em microeconomia e em teoria do desenvolvimento econômico, encantei-me, por um breve período, por economia agrícola, que hoje, para mim, é algo muito distante. Não tenho mais nenhuma relação com economia agrícola. Fiz grandes amigos economistas nessa época, mas, logo em seguida, interessei-me por problemas de macroeconomia, questões monetárias, de comércio internacional e fui trabalhar na Funcex. Fui buscar na fonte um dos campos que estava procurando desenvolver.

Concluí meu doutorado na USP, em 1969, com uma tese sobre produção agrícola.¹ Buscava mostrar que os agricultores, ao contrário do que se imaginava na época, não eram irracionais, eles respondiam a preços. Fiz um teste de hipóteses. A partir de dados de produção, de preços, de área cultivada etc., verificava se a produção respondia ou não aos preços. A técnica de modelagem econométrica que usei para estimar a oferta agrícola foi a dos modelos de defasagens distribuídas. Naquela época, dava aulas de econometria e sempre procurava exemplos práticos para apresentar aos alunos. Um dos exemplos mais interessantes com que trabalhei foi sobre demanda de moeda, que utilizava o mesmo modelo de defasagem distribuída da oferta agrícola da minha tese.

Em 1969, publiquei na *Revista Brasileira de Economia* meu primeiro artigo² na área de macro. Foi um texto voltado para a área monetária,

1 PASTORE, Affonso Celso. *A resposta da produção agrícola aos preços no Brasil*. Tese de Doutorado em Economia. São Paulo, Universidade de São Paulo, 1969.

2 Idem. Inflação e política monetária no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, v. 23, n. 1, 1969, pp. 92-123.

sobre a demanda de moeda no Brasil. De lá para cá, a coisa se espalhou como um vírus e, enfim, não resisti à ideia e fui me aprofundando. Tanto que minha tese de livre-docência,³ já em 1973, 3 ou 4 anos depois desse primeiro artigo, foi totalmente voltada para a análise da inflação no Brasil, versava sobre temas como a dinâmica da inflação e a existência ou não de um imposto inflacionário.

Graduei-me em 1962 e, em 1973, onze anos depois, já era livre-docente. Revisitei, em 2014, os temas desse período para um dos capítulos do meu livro *Inflação e crises: o papel da moeda*.⁴ Nesses anos, fui assessor no Ministério da Fazenda, que era liderado por Delfim. Havia um entendimento, na época, de que se controlava inflação aplicando controle de preços e não com política monetária. O Banco Central, cujo presidente era Ernane Galvêas, funcionava como um departamento do Ministério da Fazenda, sem qualquer autonomia. A política monetária era realizada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), com seus 20 a 25 membros, e tinha atribuições muito maiores do que fixar a taxa de juros, mesmo porque, naquele tempo, não se fixava taxa de juros: ainda se tinha a ilusão de que a política monetária poderia ser exercida controlando a quantidade de moeda. O presidente do Banco era apenas um dos muitos membros, o que dá a dimensão do grau de importância – pequena – atribuído ao Banco Central. Foi justamente nessa época que ingressei no Banco.

Como mencionei, o instrumento utilizado no controle da inflação era o controle de preços, via Conselho Interministerial de Preços (CIP). Se os empresários quisessem aumentar seus preços, tinham que levar as planilhas de custos para o CIP, onde discutiam, negociavam se, de fato, estavam transferindo somente o aumento de custos para preços, porque só essa transferência era considerada justa por parte das autoridades governamentais. Esse procedimento era bem diferente do que pensavam doutor [Octavio Gouvêa de] Bulhões e doutor [Roberto de Oliveira] Campos, que criaram o Banco Central, que, na versão original, deveria ser – e, por um breve tempo, de fato foi – independente. Entenda, não quero criticar as pessoas que atuavam

3 Idem. *Observações sobre a política monetária no programa brasileiro de estabilização*. Tese de Livre-Docência não publicada, FEA/USP, 1973.

4 Idem. *Inflação e crises: o papel da moeda*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.

dessa forma. O controle de preços era, claramente, um sinal dos tempos em que vivíamos.

Um pouco de história: nos Estados Unidos pré-Volcker, ainda no governo [Richard] Nixon, [John Bowden] Connally, secretário do Tesouro – o mesmo que estava ao lado de [John F.] Kennedy quando de seu assassinato em Dallas e que foi governador do Texas –, foi o responsável pelo abandono do acordo de Bretton Woods. Com essa medida, os Estados Unidos se eximiram do compromisso de manter fixa a conversibilidade de sua moeda ao ouro e de sustentar o preço do ouro em um nível fixo. Contrariamente ao padrão-ouro, contudo, a conversibilidade somente ocorria nas quitações internacionais. Mas Connally não abandonou esse compromisso por capricho pessoal, nem por vontade do presidente Nixon. O rompimento ocorreu após anos de política fiscal expansionista. Foram muitos os episódios de expansão, e entre eles está a guerra do Vietnã que, como todas as guerras, foi financiada por aumento de gasto público via expansão monetária. Por essa razão, os Estados Unidos iniciaram um processo inflacionário muito forte que só terminou quando Paul Volcker assumiu a presidência do *Federal Reserve* (Fed)⁵ e voltou a usar a política monetária para controlar a inflação. Foi nesse momento que os EUA adquiriram o poder de usar a política monetária. Até ali, a crença entre os acadêmicos, incluindo acadêmicos nobres como Paul Samuelson, James Tobin, Arthur Okun – criador da lei de Okun, que liga a taxa de desemprego ao produto real, e chefe do *Council of Economic Advisers* –, era de que inflação deveria ser combatida com políticas de rendas, que são controles de salários e de preços. Não foi o Brasil que inventou nesse campo. O ministro Delfim não foi considerado um ponto fora da curva em relação ao *mainstream*, ao que era senso comum, pois o *mainstream*, naquela época, julgava que inflação se combatia com política de rendas.

Muito tempo atrás, discutindo com Mário Henrique Simonsen sobre haver uma inércia inflacionária muito forte que impedia o combate

5 O Fed é o banco central dos Estados Unidos. Nesse sistema, os Estados Unidos foram divididos em doze distritos, cada um com seu próprio *Reserve Bank*. Os *Reserve Banks* operam de forma independente, mas são supervisionados pelo *Federal Reserve Board of Governors*. Ver <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-system.htm>.

eficaz da inflação, ele dizia que deveríamos encontrar uma forma de fazer política de rendas mais eficiente para atingirmos esse objetivo. Quando comecei a estudar esse tema, o que mais me chocava era como a economia tradicional focava em política de rendas e rejeitava a política monetária como uma forma de combater a inflação. Milton Friedman era um verdadeiro herege naquela época. Argumentar sobre controlar a quantidade de moeda, naquela época, era o mesmo que pedir para ser considerado maluco, mesmo para um economista extremamente ortodoxo. Também não estou defendendo que a melhor forma de controlar a inflação seja limitando a quantidade de moeda à la Friedman, como ficou muito claro nos últimos anos, mas a inflação é um fenômeno monetário e, para controlá-la, é necessário utilizar política monetária.

Essa discussão ilustra bem o contexto da época. O Banco Central não tinha nenhuma relevância. Posto de outra forma, havia um conjunto de circunstâncias históricas que faziam com que o Banco tivesse importância marginal no processo. Nessa época, eu era professor de econometria, tendo que dominar o ferramental quantitativo para elaborar modelos; e de macroeconomia, o que implicava dominar a teoria econômica e analisar criticamente a evolução não apenas da teoria, mas também do pensamento econômico e das implicações da teoria. Isso porque, do meu ponto de vista, ou seja, de alguém com visão acadêmica e que trabalha com política econômica, só faz sentido estudar Economia se for para solucionar problemas do mundo real. A inflação, para mim, era um problema do mundo real. E, claramente, a política de rendas fracassou. Note-se que fracassou nos Estados Unidos, tanto que Volcker foi obrigado a retornar ao controle monetário em 1979, e também fracassou no Brasil. Por muitos anos, realizamos várias tentativas de controlar a inflação, primeiro com o controle de preços, depois com política de rendas, depois com choques heterodoxos, até chegar a uma reforma monetária que deu ao Banco Central o controle da inflação. Curiosamente, foram os economistas “heterodoxos”, que criaram o Plano Real, que deram ao Banco Central a possibilidade de utilizar a política monetária para controlar a inflação.

Fui evoluindo nesse campo. Não tinha por objetivo trabalhar no Banco, isso nunca passou pela minha cabeça, foi um acidente. Em

determinado momento de minha vida, aconteceu. Fui convidado e cumpri minha função, mas o meu interesse, no plano puramente intelectual, era compreender como isso funcionava.

Retornando à minha tese de livre-docência, de 1973, ressalto que existia a crença de que não havia problema fiscal pois, curiosamente, a dívida pública não aumentava. Essa é outra questão que explorei na tese e exploro em um dos capítulos do livro.⁶ A dívida não se elevava simplesmente porque era coletada grande quantidade de imposto inflacionário, denominado senhoriagem, que desempenhava na determinação da dinâmica da dívida o papel que hoje é desempenhado pelo *superavit* primário. Naqueles anos, um *superavit* equivalente a 4% do Produto Interno Bruto (PIB) estabilizaria a relação dívida-PIB. Note-se que a relação dívida-PIB naquela época era bastante inferior à atual. É possível substituir integralmente um *superavit* primário de 4% do PIB por uma senhoriagem de 4% do PIB, com a diferença de que uma senhoriagem de 4% implica a emissão de moeda em uma escala tão violenta que produz uma inflação que não para de crescer. Eu já argumentava nesse sentido em 1973 e, de lá para cá, venho trabalhando esparsamente nesse tema em artigos, pesquisas, conferências internacionais etc. Em determinado momento, fui ao Rio trabalhar com comércio exterior para complementar minha formação. Não se faz macroeconomia de economia fechada hoje, mas sim macro de economia aberta. A economia do país está inserida na economia mundial, e cabe ao economista compreender suas ligações com o restante do globo. Com essa formação, fui trabalhar no Banco Central, em 1983.

6 Capítulo 3: Moeda passiva e senhoriagem endógena, em *Inflação e crises: o papel da moeda* (2014).

Capítulo 2

Secretaria da Fazenda

Antes do Banco Central, o senhor trabalhou na Secretaria da Fazenda do Estado de São Paulo. Como surgiu esse convite?

Havia uma tradição, naquela época, de que o secretário da Fazenda deveria ser um acadêmico. Por exemplo, Carlos Antonio Rocca, que sentava ao meu lado na FEA-USP, foi secretário da Fazenda. Antônio Delfim Netto não é lembrado por ter sido secretário da Fazenda porque o foi por apenas alguns meses e logo passou a ministro, pois era político além de professor da USP. O [Carlos Alberto Alves de] Carvalho Pinto tornou-se ministro da Fazenda por ser muito respeitado no setor privado. Essa era mais ou menos a tendência. Eu tinha alguma visibilidade acadêmica nessa época, e atribuo a isso meu convite. Nunca tive envolvimento político e nunca me filiei a partidos. Julguei que era mais natural aprender na prática. Como secretário da Fazenda, é preciso gerenciar o fluxo de caixa, não de uma grande empresa, mas de um estado. Foi muito bom ter essa experiência.

Quais foram suas impressões? Como foi trabalhar no governo, nesse primeiro contato já em uma posição elevada?

A primeira preocupação de quem assume uma posição assim é ter em mente que tem que cumprir uma obrigação, tem que cumprir uma tarefa. A tarefa é cuidar, inicialmente, do orçamento, do caixa, para fazer uma gestão bem-feita e não haver atrasos nos pagamentos. É preciso seguir critérios para a liberação de recursos e critérios para a cobrança de impostos que permitam eficácia. Nesse momento, tira-se um pouco o chapéu acadêmico e assume-se o papel de gestor. É uma experiência importante. Acredito que todos que desejam refletir sobre política econômica deveriam submeter-se a essa experiência de gestor. Foi muito divertida enquanto durou. No Banco Central já

foi diferente. Entrei em meio a uma crise e fui o administrador dessa crise, não fui propriamente um presidente de banco central.

Na secretaria, obtive a experiência de trabalhar com pessoas, com pressões de pessoas e setores que queriam mais verba, de outras que queriam reduzir impostos, de outras que queriam anistiar impostos de maus pagadores, e tive que resistir a tudo isso. É preciso ter frieza para ter os argumentos, para responder a cada pressão e resistir onde for necessário, para que nada saia do controle. Penso que não saiu. Entregamos o estado com o orçamento equilibrado, com o caixa em dia, com tudo certo. O governo que assumiu era de oposição ao qual participei. O secretário que me substituiu, outro acadêmico da FEA, João Sayad, passou o pente fino nas contas e nunca falou nada. Nem que estava certo nem que estava errado. Suponho que, se tivesse encontrado alguma coisa errada, teria encontrado uma forma de eu saber.

Considerando o elevado nível de inflação naquele período, havia informações orçamentárias razoáveis para gerenciar o fluxo de caixa do governo?

As informações estavam todas disponíveis. Tentando reconstituir a história, o que talvez não tivéssemos, de modo geral, era a noção de que o equilíbrio orçamentário é importante. E isso independentemente da posição que se ocupasse. Esclarecendo: havia a noção de que não era necessário controlar a moeda, não era necessário controlar os gastos. Quando o [José Ribamar Ferreira de Araújo Costa] Sarney assumiu a Presidência e implementou o Plano Cruzado, um dos ministros daqueles anos escreveu um *Livro branco*,⁷ defendendo que não era necessário controlar o gasto. O ponto é que havia dúvidas muito sérias, no Brasil, sobre o que deveria e o que não deveria ser controlado. A grande contribuição do Plano Real foi, exatamente, desconstruir o mito de que é possível conviver com a inflação por meio da indexação e da inércia, sendo as duas filhas da primeira. Ao financiar o *deficit* público com emissão de base monetária, provoca-se inflação, que por sua vez é um tributo sobre os detentores de moeda. A erosão do poder aquisitivo dos detentores de moeda gera o equivalente a um imposto,

7 BRASIL. Secretaria de Planejamento da Presidência da República. *Livro branco do deficit público*, julho de 1986.

que é o imposto inflacionário. Esse é um raciocínio conhecido. É assim que ensino a teoria do imposto inflacionário para turmas de Economia. O principal pensador da teoria do imposto inflacionário não foi [Milton] Friedman, mas [John Maynard] Keynes, em 1923, no *A tract on monetary reform*.⁸ No livro que publiquei em 2014, cito um parágrafo de Keynes em que ele dá uma verdadeira aula sobre o que é o imposto inflacionário,⁹ o principal responsável pela inflação naquele tempo.

Na sequência, alguém perguntou sobre o custo da inflação. Há um artigo acadêmico de 1956, de um professor chamado Martin Bailey, intitulado *The welfare cost of inflationary finance*.¹⁰ Da mesma forma que é possível calcular o custo de peso-morto de um imposto, é possível estimar custo de bem-estar relativo ao imposto inflacionário. Existem técnicas para avaliar a perda de bem-estar provocada por um imposto. No âmbito da teoria do bem-estar econômico, a métrica para aferir se um imposto favorece ou prejudica é real, tem-se o custo do peso-morto do imposto. Bailey estimou o custo do peso-morto da inflação. Há muitos anos, publiquei um artigo¹¹ que estima justamente o custo de peso-morto da inflação no Brasil. O que acontece é que, para inflações moderadas, de 20%, 30%, 40% ao ano – que são altas, mas ainda não são consideradas hiperinflação –, o custo do peso-morto do imposto inflacionário é muito pequeno. Há, contudo, outros custos provocados pela inflação que são muito altos, como a distribuição de renda para quem fixou preços em ambiente de inflação não antecipada, ou seja, um contrato de salário que prevê uma inflação de 6%, quando confrontado por uma inflação de 15%, resulta em perda. Lá atrás, o próprio Milton Friedman e o Fundo Monetário Internacional (FMI) chegaram a admitir essa perda, quando se encantaram com o uso da indexação que, na visão deles, chegou a ser cogitada como uma forma de conviver com a inflação.

8 KEYNES, John M. *A tract on monetary reform (1923)*. Macmillan, St. Martin Press for the Royal Economic Society, 1971.

9 Capítulo 4: *A eficácia da política monetária e as LFTs*, páginas 106-107, em *Inflação e crises – o papel da moeda* (2014).

10 BAILEY, Martin. The welfare cost of inflationary finance. *Journal of Political Economy*, v. 64, n. 2, 1956, p. 93-110.

11 PASTORE, Afonso Celso. Senhoriação e inflação: o caso brasileiro. *Revista Brasileira de Economia*, setembro de 1997.

No Brasil, Campos e Bulhões implicitamente aceitaram conviver com a inflação quando optaram, na implementação do Programa de Ação Econômica do Governo (Paeg), pelo seu combate gradual, buscando corrigir parte das distorções por meio da indexação.¹²

Nesse contexto, caso indexássemos ativos financeiros, um desses custos seria neutralizado, e seria possível gerar ativos interessantes em ambiente inflacionário, melhorando o funcionamento dos mercados. Um em particular: o mercado financeiro deixaria de ser um “mercado incompleto”, melhorando a eficiência econômica. O Brasil não tinha dívida pública nessa época – ou pelo menos sua dívida pública era muito pequena –, e a indexação de títulos permitiu o uso desse instrumento para controlar a inflação. Ocorreu que, logo em seguida, além de títulos, começou-se, também, a indexar preços. Da indexação de preços para a de salários foi um passo, e também foi natural que se iniciasse a discussão sobre as consequências desse processo na Academia.

Muito antes de se tornar economista de renome internacional, Stanley Fischer escreveu artigos mostrando que, no fundo, a indexação de salários à inflação passada gerava inércia. Mário Henrique Simonsen percebeu isso. Mas havia forte oposição: não se desejava eliminar a indexação, porque ninguém, no fundo, tinha a determinação de combater a inflação com o instrumento de fato adequado para tal, que é a política monetária. Ao contrário: o combate à inflação era realizado pelo controle de preços que, obviamente, era ineficaz. Tanto o controle de preço quanto a indexação eram empregados para evitar as redistribuições de renda, mas esses mecanismos só perpetuaram e aumentaram a inflação ao longo do tempo.

Foi preciso um grupo de acadêmicos brasileiros que estudaram no exterior, que obtiveram formação acadêmica sólida, para conceber a reforma monetária, à qual também cheguei, mas por outros caminhos. Essa reforma consistiu, essencialmente, na eliminação da indexação e, com isso, da inércia, sem custo – sem o que não seria factível – e da

12 Lançado em novembro de 1964, tinha como principais objetivos: combater a inflação, aumentar os investimentos estatais, reformar o Sistema Financeiro Nacional (SFN), diminuir as desigualdades regionais e atrair investimentos externos.

forma correta, pois de maneira incorreta, como no Plano Cruzado I, Cruzado II, Plano Bresser, Plano Verão, Plano Collor, não deu certo.

Quando criaram esse mecanismo de reforma monetária, foi necessário ancorar o nível dos preços. Havia duas âncoras possíveis: a cambial e a monetária. A âncora mais pesada foi claramente a cambial, mas os autores do plano resistem em aceitar esse fato. Quando perguntado sobre que âncoras eram utilizadas, Gustavo Franco parafraseou Vasco Moscoso de Aragão, personagem de Jorge Amado em *O capitão de longo curso*, que, questionado diante da aproximação de uma tempestade sobre que âncoras lançaria, respondeu: todas. Usaram inicialmente a âncora cambial, ao lado de um forte controle da expansão do crédito, e criaram, de fato, um banco central,¹³ não como ele atua hoje – com Comitê de Política Monetária (Copom) para definir a taxa de juros e outros procedimentos –, mas um banco central capaz de fazer política monetária, considerando o controle fiscal em paralelo. Essa vertente do pensamento em vigor hoje é fruto de pesquisas em Economia. Não surgiu do azul do céu, emergiu de trabalhos acadêmicos. No fundo, foi o trabalho acadêmico que frutificou e levou à estabilização da economia. Não era mais uma atitude voluntarista de terminar a inflação, como ocorreu no Plano Cruzado, no Plano Bresser. Tratava-se de uma combinação entre ciência e evidência empírica, sem esquecermos do necessário apoio político dado pelo presidente da República, que implementou o Plano Real, que tornou o Banco Central de fato independente no uso dos instrumentos.

Mas o Plano Cruzado não era baseado em estudos do Chico Lopes [Francisco Lafayette de Padua Lopes] e do André Lara Resende? Mesmo assim, tratava-se de um plano voluntarioso?

Naquela época, a Pontifícia Universidade Católica (PUC) tinha duas linhas: uma com a teoria econômica mais consistente, à qual pertenciam André Lara Resende e Persio Arida. Claro que, lá atrás, eles cooperaram com Sarney, que tentou eliminar a inflação congelando os preços, mas foi com essa experiência que descobriram que faltava a

13 A Medida Provisória 542, de 30 de junho de 1994, depois convertida na Lei 9.069, de 29 de junho de 1995, criou mecanismo de limitação da expansão da base monetária, traduzindo-se em impedimento de financiamento da inflação pelo Banco Central (artigos 4º, 6º e 7º).

parte fiscal, e que a transição para a estabilidade não poderia ser feita de outra forma a não ser por meio do caminho descoberto pelo Plano Real. Com o Plano Real, foi outra história.



Da esquerda para a direita: Marcio Garcia, Affonso Celso Pastore, Fernando de M. Barbosa, Leonardo Leiderman, Alexandre Tombini, Alec Chrystal e José Júlio Senna. Um Ano de Metas para a Inflação. Rio de Janeiro, julho de 2000



Da esquerda para a direita: Marcio Garcia, Affonso Celso Pastore, Fernando de M. Barbosa, Leonardo Leiderman, Alexandre Tombini, Alec Chrystal e José Júlio Senna. Um Ano de Metas para a Inflação. Rio de Janeiro, julho de 2000



Da esquerda para a direita: Daniel Gleizer, Arminio Fraga, Guilherme Reis, Affonso Celso Pastore e Sérgio Werlang. Três Anos de Metas para a Inflação. Rio de Janeiro, maio de 2002

Capítulo 3

Banco Central

Quando o senhor assumiu a presidência do Banco Central, os desafios que enfrentou foram diferentes daqueles do período do Plano Real, certo?

Em 5 de setembro de 1983, quando assumi, as reservas no conceito de caixa (não no conceito de liquidez internacional) estavam negativas em US\$2 bilhões.¹⁴ Sim, dois bilhões de dólares negativos. O país estava quebrado. Estava em vigor a Resolução 851, de 29 de julho de 1983, que determinava a centralização cambial. Até hoje, essa medida é um fantasma que assombra a economia brasileira. Isso porque, até hoje, é possível encontrar quem acredite que, se o país começar a perder reservas internacionais, basta que seja determinada a centralização cambial para estancar o processo. A centralização consistia na retenção de dólares pelo Banco Central.¹⁵ Ou seja, se alguém precisasse importar um remédio para um familiar doente – insulina, por exemplo –, o Banco Central retinha os dólares comprados e encaminhava a transação para uma fila, para ser executada quando houvesse disponibilidade de divisas. Com isso, o país, de fato, saía do sistema de pagamentos internacionais.

Quando ingressei no Banco Central, já estávamos vivenciando a crise da dívida externa, e meu papel era contribuir para resolvê-la. Fazer isso requeria consolidar os pagamentos em atraso, e fazer o que foi chamado de a Fase 2 da negociação, incluindo o *Deposit Facility Agreement*.

14 Em setembro de 1983, as reservas internacionais no conceito liquidez internacional situavam-se em US\$3,97 bilhões; contudo, era possível ao Banco Central realizar operações no mercado internacional disponibilizando recursos além de seu saldo, utilizando-se de crédito temporário de seu depositário.

15 A centralização cambial implica que todas as operações cambiais deveriam ser cursadas pelo Banco Central do Brasil, que definia quando a remessa seria realizada. De forma análoga, os ingressos de divisas permaneciam com o Banco até sua liberação.

Um bom relato sobre a renegociação foi realizado por Ceres Aires Cerqueira e está disponível no *site* do Banco Central.¹⁶ A autora não conta toda a história, mas a maior parte, e tudo que está descrito corresponde ao que aconteceu.

Resumidamente, concebemos uma negociação em quatro projetos. Em primeiro lugar, era necessário dinheiro novo para quitar os empréstimos atrasados que levaram ao corte das linhas de comércio, sem as quais o país não exporta. Os bancos brasileiros realizavam uma operação, chamada 63,¹⁷ que consiste na tomada de linha de crédito (*money market*) em bancos do exterior. Esse dinheiro tornava-se um passivo do banco, sendo utilizado para fazer empréstimos de médio prazo internamente no país [o risco cambial era do tomador final].

Quando participei do governo do estado de São Paulo, tive grandes discussões sobre o endividamento do Brasil no exterior, antes mesmo de se chegar a essa crise. Era previsível que haveria uma crise de balanço de pagamentos. Alguns anos antes de meu ingresso na Secretaria da Fazenda, o governo criou uma empresa chamada Desenvolvimento Rodoviário S.A. (Dersa), uma sociedade anônima responsável por algumas estradas no estado de São Paulo, como a via Anhanguera e a via Anchieta. A Dersa construía as estradas com financiamentos obtidos por meio de empréstimos no exterior. O pagamento desses empréstimos era realizado com a receita dos pedágios das vias, cobrados em moeda nacional e não em dólar, ou seja, havia um descasamento de moedas que era possível graças à Operação 63. Um mecanismo fadado ao fracasso, pois uma depreciação cambial quebraria a Dersa, quebraria o estado e quebraria o Brasil, como, de fato, quebrou. Curiosamente, governantes e empresários sentiam-se absolutamente

16 CERQUEIRA, Ceres Aires. *Dívida externa brasileira: processo negocial 1983-1996*. Brasília, Banco Central do Brasil, 1997. Em 2013, foi publicado no sítio do Banco Central versão revisada e ampliada, com a volta do Brasil ao mercado internacional. Ver: <http://www.bcb.gov.br/htms/Infecon/DividaRevisada/03%20Publicação%20Completa.pdf>.

17 Denominavam-se Operação 63 as operações de crédito regulamentadas pela Resolução BCB 63, de 21 de agosto de 1967. Esse normativo permitia a captação de recursos por meio de empréstimos no mercado financeiro internacional por parte de bancos comerciais, de bancos privados de investimento e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), que os repassavam a empresas industriais e comerciais em operação no país, e para financiamento de capital fixo e, especialmente, de giro. Mais informações estão em <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/resolucao-63>.

confortáveis diante desse absurdo. Além da Dersa, essa estratégia foi empregada para a construção da Hidroelétrica de Itaipu, da Ferrovia do Aço, da Siderbras, da Eletrobras, e de outras companhias elétricas, além da mais recente, a Usina de Angra. Foi o que levou o país à crise do balanço de pagamentos, e foram justamente os efeitos dessa crise sobre o balanço de pagamentos que fui encarregado de resolver.

O Banco Central ficou sem recursos. Para solucionar o problema da dívida, pagar os atrasados que tinham ido a *default* [não haviam sido pagos], eram necessários recursos novos (*new money*) e uma renegociação dos prazos dos pagamentos do estoque da dívida. A “engenharia” daquela aproximação ao problema consistia de quatro projetos e somente funcionaria se todos fossem aprovados. O Projeto 1, denominado *New Money Facility*, visava colocar uma soma adicional de recursos disponíveis ao país, sem o que não seria possível cobrir os atrasados e ter um nível mínimo de reservas. O Projeto 2 – *Deposit Facility Agreement* – consolidava todas as dívidas passadas, definindo novos prazos e taxas de juros. O Projeto 3 obtinha dos bancos no exterior o compromisso de manter as linhas de financiamento ao comércio – as linhas de *trade finance* – em nível igual ao existente antes da crise, sem as quais o país não conseguiria obter recursos para financiar exportações e importações. Finalmente, o Projeto 4 obtinha dos bancos no exterior o compromisso de manter as linhas de *Money Market* aos bancos brasileiros operando no mercado internacional, que eram os recursos que sustentavam os empréstimos realizados por tais bancos. Lembremos que, com o desencadear da crise, todos os bancos brasileiros que realizavam operações no exterior saíram da *Clearing House Interbank Payments System (Chips)*¹⁸ do Fed, que era a central de compensação. Nossos bancos estavam sendo impedidos de realizar as compensações, o que os levaria à falência e a uma crise bancária generalizada. Por isso, precisava ser construído esse compromisso antes de se acordarem outras medidas.

Havia várias crises em desenvolvimento. Primeiro, havia crises de balanço de pagamentos em um grande número de países emergentes

18 Sistema de transições financeiras mantido pelo Fed. Mais informações em <https://www.newyorkfed.org/aboutthefed/fedpoint/fed36.html>.

da América Latina, incluindo o Brasil, mas atingindo também outras áreas, como a Ásia. Com tal massa de atrasados e de incapacidade de cumprir obrigações, era claro que se gerava outra crise, atingindo os bancos credores. Obviamente, os bancos credores nos EUA, Europa e Japão estavam sem receber, e é fácil imaginar que, dependendo do grau de alavancagem, os prejuízos, caso levassem tais recebíveis a créditos em liquidação, poderiam eliminar completamente sua base de capital, levando-os à falência. Esse fato demandou uma pronta ação por parte dos bancos centrais ao redor do mundo, como o Fed, o *Deutsche Bundesbank*, o Banco da França, o Banco da Inglaterra: os bancos centrais impediram que os bancos credores atingidos pela crise contabilizassem como renda as receitas em atraso, que sequer tinham segurança de receber. Nada mais apropriado do que isso, porque, se não fosse assim, tais receitas seriam consideradas na apuração dos lucros – inexistentes – que seriam distribuídos aos seus acionistas. Porém, para um tratamento adequado, teriam que ter dado um passo além, qual seja, baixar os créditos não recebidos como “créditos em liquidação” e, para evitar uma crise sistêmica de grandes proporções, banqueiros centrais competentes, como Paul Volcker, nos EUA, e Karl Otto Pohl, na Alemanha, permitiram que os bancos não baixassem tais créditos em “créditos em liquidação”. Obviamente, essa diretriz dos bancos centrais pressupunha a existência de um esforço por parte dos devedores para corrigir seus problemas de balanço de pagamentos.

E os organismos internacionais não exerciam nenhum papel nessas circunstâncias?

Com certeza. Nesses programas de ajuste, entravam o FMI, o Banco Mundial e o Clube de Paris. Algumas negociações eram simultâneas. A negociação com o FMI, obviamente, envolvia não apenas o Banco Central, mas também o Ministério da Fazenda e o Ministério do Planejamento, já que era necessário levar em conta um profundo ajuste fiscal e um tratamento voltado à redução da indexação dos salários, entre outros. Todas as negociações eram coordenadas pelos ministros da área econômica. O Banco Central acabou participando de todo o processo. Enquanto negociava com os bancos, monitorava o que estava acontecendo na negociação com o FMI e com o Banco

Mundial. Uma pena que o diretor da Área Externa na época, muito importante no processo, o [José Carlos] Madeira Serrano, tenha morrido tragicamente, assassinado no Rio. Ele conhecia todos os intrincados detalhes dessa negociação. Contudo, ainda há membros de sua equipe trabalhando no Banco, outros se aposentaram e exercem outras atividades, como Gilberto [de Almeida] Nobre, Carlos Eduardo de Freitas, Maria do Socorro [Costa de Carvalho]. Vagner Ardeo, que estava no Ministério da Fazenda e trabalhou na negociação que gerou *bradies*, organizou um seminário no Rio de Janeiro em novembro de 2013, ocasião em que encontrei vários deles.¹⁹

Nossa função primeira era a negociação com os bancos. Uma negociação dura, por muitas razões. Primeiro, porque o país tinha quebrado. Segundo, porque ainda estávamos em um governo militar, e tudo que partia desse governo era *a priori* definido como errado. Tenho grandes amigos de profissão, um deles é o Edmar [Lisboa] Bacha, que acaba de publicar um livro em homenagem ao Fábio [de Oliveira] Barbosa, que foi secretário do Tesouro Nacional, para o qual contribuí com um artigo.²⁰ O Edmar me perturbava como poucos. A cada *Carta de Intenção ao Fundo Monetário Internacional*, éramos premiados por uma crítica do Edmar. Se não cumpríssemos a meta de base monetária, recebíamos uma crítica, e o único procedimento era engolir em seco e seguir em frente. Essas histórias já são algo muito distante. No seminário que dei no Rio de Janeiro em novembro, já mencionado, quis me referir a esse tipo de comportamento, que era uma consequência dos tempos que vivíamos, da situação na qual nos encontrávamos. Encontrei uma citação do Jorge Luis Borges em *O encontro*,²¹ que define bem a situação. Não me recordo *ipsis litteris*, mas versa sobre homens que se encontram em uma casa, na qual há um armário com diversas adagas. Em dado momento, eles começam a conversar e, de repente, sem mais nem menos, começam a lutar. A narrativa de Borges é linda, mas, resumidamente, cada um empunha

19 Seminário comemorativo dos vinte anos da celebração dos contratos de reestruturação da dívida externa brasileira, realizado no Instituto de Estudos de Política Econômica – Casa das Garças, Rio de Janeiro, em 1º de novembro de 2013.

20 PASTORE, Affonso Celso. Desajuste fiscal e inflação: uma perspectiva histórica. Em: BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Civilização Brasileira, 2016.

21 BORGES, Jorge Luis. *O informe de Brodie*. São Paulo: Cia das Letras, 2008.

uma adaga, elas começam a se mover, e os dois homens se matam. Borges diz que “nessa noite, quem lutou não foram os homens, foram as adagas, elas é que tinham a ira do tempo no aço”. Ilustra bem o que passávamos, as brigas etc. Hoje, com a distância do tempo, podemos rir, mas, naquele momento, era extraordinariamente complicado. A tarefa do Banco Central era tirar o Brasil da situação de precariedade na qual se encontrava: [com o país] absolutamente quebrado, as empresas não podiam pegar recursos no exterior nem exportar. E isso em meio a um governo militar, em relação ao qual as pessoas sempre precisavam se posicionar contra. Precisou-se de uma boa dose de espírito público para aguentar isso tudo.

Como se deu a negociação propriamente dita?

De fato, o que aconteceu? Não passei muitas noites em Brasília, ficava indo e vindo para o Rio com frequência, além de Nova York, Londres, Suíça, Bahrein, Oriente Médio. Iniciamos esse esforço no dia 5 de setembro de 1983, fechamos o *Loan Agreement* em janeiro de 1984. Em maio de 1984, o Brasil já estava com US\$6 bilhões em suas reservas. Tivemos um pouco de sorte porque, assim que começamos as negociações, assistimos ao início da elevação de preços de *commodities*, o que incentivou a exportação. Mas também tivemos a implementação de políticas acertadas. Tínhamos que equilibrar o balanço de pagamentos. No fundo, tínhamos que promover uma depreciação cambial e manter o câmbio real depreciado. Houve uma desvalorização significativa, de 30%, pouco antes de eu entrar no Banco Central, mas era necessário indexar o câmbio à inflação passada para que o câmbio real não voltasse a valorizar. Isso manteve a competitividade, as exportações aumentaram, o que fez o saldo comercial crescer, o saldo em transações correntes ficar superavitário e alcançar o equilíbrio externo. Só que, ao fazer isso, gerou-se uma fonte de inércia na qual os choques inflacionários não se dissipavam, incorporando-se permanentemente à inflação. É importante detalhar esse ponto.

Voltando para o período em que eu lecionava, retomando a teoria econômica, comentei sobre aquela incursão que fiz em problemas de economia internacional, uma vez que macroeconomia fechada não

existia mais. Naquela época, em visita à Universidade de Chicago, um grande amigo e professor dessa universidade, já falecido, Larry Sjaastad, apresentou-me a Robert Alexander Mundell, então também professor de Chicago e que hoje está na *Columbia University*. Robert Mundell havia sido economista do FMI e recebeu o prêmio Nobel de Economia por seu modelo de macroeconomia aberta, conhecido como modelo Mundell-Fleming. Uma das proposições de Mundell é a existência do que denominou de “trindade impossível”. O estudo argumenta que não se pode, ao mesmo tempo, controlar a oferta de moeda, fixar a taxa de câmbio e ter plena mobilidade de capitais. Um deles não será bem-sucedido. Quando se fixa a taxa de câmbio, a moeda torna-se endógena, e não se tem controle monetário caso se queira manter a plena liberdade de movimentos de capitais. Isso vale tanto para o câmbio nominal fixo, quanto para o câmbio real fixo (na paridade de poder de compra, por exemplo). Como estávamos negociando com o FMI, conheci, também, Ted Beza, que faleceu há alguns anos. Certa vez, Ted Beza chegou a me apresentar um artigo,²² escrito por dois colegas do *staff* do Fundo – Adams e Gross – e que está mencionado em meu livro, que indica que, quando se indexa a taxa de câmbio, por causa desses mecanismos todos, a inflação torna-se um *random walk*, torna-se aleatória, gerando-se exatamente a inércia que o Arida e o Lara Resende criaram. A forma de resolver a crise externa nos empurrou para o câmbio real fixo na paridade de poder de compra, tendo como consequência a total impossibilidade de controlar a quantidade de moeda.

Bem, nós tínhamos que resolver o problema externo, tivemos que indexar o câmbio, depois de depreciá-lo e, conseqüentemente, não se tinha controle monetário. Não havendo controle monetário, não havia controle da base monetária. O Bacha e alguns outros acreditavam que não era possível controlar a base, porque ela era muito pequena; ainda hoje, algumas pessoas do Banco Central pensam assim. Micróbio também é pequeno e pode ser controlado. Não era possível controlar a base monetária porque o câmbio era indexado. Ou tem-se um regime de câmbio flexível e controle

22 ADAMS, Charles e GROSS, Daniel. The consequences of real exchange rate rules for inflation: some illustrative examples. *IMF Economic Review*, v. 33, n. 3, 1986, pp. 439-476.

monetário, ou tem-se um regime de câmbio fixo e nenhum controle monetário. Nós não poderíamos ter controle monetário nessa época porque precisávamos sair da crise externa. Era o nosso *trade off*, nosso dilema. A inflação ficou na casa dos 100% ao ano.

Essa foi a grande frustração que tive no Banco Central: não poder fazer política monetária. Além da restrição do câmbio, o Banco não podia fazer política monetária porque ela era de responsabilidade do CMN. O CMN era um organismo de distribuição de incentivos para diversos setores, para a agricultura etc. Lembro-me de uma das discussões no Conselho sobre um crédito para a colza. Eu não sabia o que era colza. Descobri, posteriormente, que se tratava de uma semente produzida no Rio Grande do Sul. Acontece que o presidente do Banco do Brasil, Nestor Jost, era do Rio Grande do Sul, e ele achava que a colza era muito importante no seu estado e, então, o CMN fixava o preço da colza. Não consegui chegar ao fim, mas lutei muito ao lado de Maílson da Nóbrega, que era então o secretário-geral do Ministério da Fazenda, para acabar com a carteira de crédito agrícola no Banco Central. Maílson teve sucesso mais adiante, quando se tornou ministro, mas foi uma guerra que começou muito antes. A questão era tão séria que o Banco Mundial chegou a conceder ao Brasil um empréstimo agrícola que era gerido pelo diretor de Crédito Rural e Industrial do Banco Central. Será que alguém, hoje em dia, poderia conceber uma carteira de crédito rural dentro do Banco Central?

Por isso afirmo que, naquela época, era outro Banco Central, muito diferente do que se tem hoje. Hoje, há uma independência de instrumento, uma dimensão muito clara de sua atuação, é possível recrutar pessoas competentes, fazer política monetária, o que não existia naquela época.

Quando o Banco Central foi criado, em 1964, seus idealizadores não consideraram o poder que o CMN teria?

Os idealizadores do Banco pensaram no CMN, mas cometeram um erro, porque o Banco Central foi uma dissidência do Banco do Brasil. Quem fazia política monetária era a carteira de moeda e crédito do Banco do Brasil. A geração de crédito ao setor privado e ao Tesouro

pelo Banco do Brasil não poderia ser eliminada, porque se achava que seria uma medida muito drástica. Então, criaram um banco central e uma autoridade monetária que era um híbrido de banco central e de banco comercial. No mesmo livro editado pelo Edmar Bacha, que mencionei anteriormente, há um trabalho magistral do Gustavo Franco esmiuçando todo esse problema.²³ Havia a conta movimento, que permitia acesso direto do Banco do Brasil ao redesconto no Banco Central, e o CMN, que, supostamente, arbitraria questões internas do orçamento monetário. Essa foi a estrutura idealizada por Bulhões e por Campos. Eles chegaram a colocar o Denio Nogueira para exercer o controle monetário, o que levou a um diálogo histórico de Campos, então ministro da Fazenda, com [Artur da] Costa e Silva,²⁴ imortalizado em seu livro *A lanterna na popa*.²⁵ Segundo consta, o então presidente pergunta a Campos o que este julga importante com relação ao Banco Central. Campos responde que o Banco foi criado independente, e o presidente deveria mantê-lo assim. O diálogo segue:

- Por que tenho que manter o Banco Central independente?
– pergunta o presidente a Campos.
- Porque ele é o guardião da moeda.
- Não, o guardião da moeda sou eu.

Com isso, retirou Denio Nogueira. Campos tentou mantê-lo, mas não teve sucesso. Delfim Netto foi empossado ministro da Fazenda, e, como presidente do Banco Central, assumiu Ruy Leme, que parte depois de um ano.

Contudo, quem realmente teve grande influência na criação do Banco Central foi o Banco da Inglaterra, até mesmo por meio de intercâmbio de pessoas. Durante as negociações da dívida, havia um comitê assessor que representava os bancos, presidido pelo Bill Rhodes [William R. Rhodes], e que tinha como assessor Guy Hunte, representante do

23 FRANCO, Gustavo. O Conselho Monetário Nacional como autoridade monetária: das origens aos dias de hoje. Em: BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Civilização Brasileira, 2016.

24 Artur da Costa e Silva (1899-1969), militar, presidente do Brasil entre 1967 e 1969, sucedendo Humberto de Alencar Castelo Branco.

25 CAMPOS, Roberto. *A lanterna na popa*: memórias. Rio de Janeiro: Topbooks, 1994, p. 669.

Banco da Inglaterra, que auxiliou Bulhões e Campos na criação do Banco Central.

Havia no CMN pressões de integrantes de outras áreas além da agrícola?

Havia empresários integrando o Conselho Monetário, como os representantes de bancos; recorro-me de José Carlos Moraes Abreu, do Banco Itaú. Abílio Diniz também participou do CMN. Lembro-me de ter discordado dele no Conselho. Hoje, somos bons amigos. José Carlos Moraes Abreu era uma figura muito interessante, quieto, quase não falava. Compunham também o Conselho os presidentes da Caixa Econômica Federal e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), o ministro da Agricultura e o ministro do Planejamento. Algum tempo depois, juntaram-se à mesa alguns representantes de sindicatos.

A participação no Conselho assegurava participação nas decisões?

Discutia-se bastante, mas é claro que o governo possuía maioria.

Após a primeira crise no Banco Central com a falta de reservas, qual foi a seguinte?

A crise que sucedeu a das reservas foi um episódio muito interessante. Ao lidar com situações dessa natureza, há um protocolo a ser cumprido: primeiro, faz-se um torniquete para estancar a hemorragia; em seguida, é necessário criar uma estrutura para sair da crise. Foi quando surgiu a ideia de fazer o que se chamou de *multiyear agreement* que, posteriormente, foi aprimorado, assumindo a forma do Plano Brady. O Plano Brady foi o primeiro a reconhecer que era necessário aliviar as dívidas, reduzir, de fato, o tamanho do estoque da dívida. Isso não apenas para o Brasil: todo o mundo se habilitou ao Plano Brady.

Quando entrei no Banco Central, os bancos no exterior não estavam suficientemente capitalizados e não havia Plano Brady, sequer se reconhecia que o tamanho da dívida podia ser reduzido. O *multiyear agreement* pretendia consolidar a dívida como estava, sem redução.

No fundo, o processo previa a renegociação da dívida em período muito mais longo, de modo a alongá-la, levá-la à frente. A negociação era complexa, tomou muitos meses, pois envolvia um conjunto de reformas que tínhamos que fazer internamente, no campo de política econômica, porque envolvia o FMI. Uma dessas reformas era a que indexava os salários. Como já mencionei, o livro de Ceres Cerqueira Ayres sobre o tema é bastante detalhado, de modo que falarei sobre minha perspectiva.

Não havia previsão de redução da dívida, mas parte do plano era equacioná-la. Estávamos no último ano do governo Figueiredo, negociando, trabalhando, conversando com o FMI e adotando medidas como corte de gastos, equacionamento fiscal, remoção das indexações etc., cada uma delas dependendo de aprovação do Congresso. O Ministério do Planejamento administrava esses ajustes e, juntamente conosco, trabalhava na negociação com o FMI. Em paralelo, nós do Banco Central tratávamos da negociação com os bancos, dando forma aos diversos tipos de instrumentos que o *multiyear agreement* colocaria em ação. Enfim, tratava-se de uma negociação muito longa que, em algum momento, enfrentaria uma mudança de governo no país.

Isso ocorria em 1985?

Não. Estávamos no final de 1984, início de 1985, e o *multiyear agreement* ainda tinha algumas pendências. Uma das principais era a da indexação salarial, que ainda precisava ser aprovada pelo Senado. Eu, Serrano, Gilberto Nobre e alguns outros funcionários do Banco Central estávamos realizando uma série de apresentações no exterior (*roadshow*) para os credores. Havíamos saído da Inglaterra em direção a Zurique para a última apresentação. O fechamento da negociação dependia de dois pontos: da aprovação dos credores e da questão dos salários no Senado. Quando cheguei a Zurique, recebi a informação de que, liderado pelo senador Fernando Henrique Cardoso, o projeto que propunha o fim da indexação salarial fora derrotado. Voltamos à estaca zero. Refizemos o projeto, os ministérios do Planejamento e da Fazenda discutiram, renegociaram e colocaram o projeto de volta no Senado, renegociaram o acordo com o FMI. Nesse momento, Tancredo

[de Almeida Neves] foi eleito presidente, e [Francisco Oswaldo Neves] Dornelles foi ungido ministro da Fazenda. O presidente do Banco Central seria o [Antônio Carlos] Lemgruber, e o diretor de Área Monetária seria o meu amigo José Júlio [de Almeida] Senna, que prefaciou meu livro de 2014. Em meio a esse cenário, o FMI indicou que estavam prontos para assinar o *multiyear agreement*, mas que, para tanto, queriam a concordância do governo que estava se estabelecendo. Essa concordância foi algo interessante. Dornelles havia sido secretário da Receita Federal quando Mário Henrique Simonsen foi ministro da Fazenda. O ministro da Fazenda do governo em curso, Ernane Galvêas, conversou com Dornelles, que, por sua vez, tratou do tema com Tancredo. Deram o aval. O *multiyear agreement* estava aprovado. O presidente do FMI, [Jacques de Larosière de] Champfeu, foi avisado de que o novo governo havia concordado. Dornelles voou para Paris, onde Larosière se encontrava, para dar-lhe a notícia. Estava tudo pronto para a assinatura do acordo, quando Champfeu decidiu esperar. Em suas palavras: “Uma coisa é ter a palavra do outro governo, outra coisa é ter a decisão do outro governo”.

Sábias palavras.

Hoje vejo que foi bom o que fez. A fatalidade levou Tancredo, e o acordo não foi formalizado. Depois, assumiu Sarney, Dílson Funaro foi para o Ministério da Fazenda e o Brasil fez um *default* da dívida. Se tivesse assinado o acordo, estaria com problemas até hoje. Naquele momento, foi extremamente frustrante porque foi um trabalho sério, bem feito, em ordem, mas que, por acidentes de percurso, foi por terra. Hoje, agradeço por não ter ido para frente.

Voltando a 1984, qual era o papel do Banco Central na negociação política da dívida?

Na negociação política, graças a Deus, a participação do Banco era muito pequena. O Galvêas e o Delfim faziam essa ponte. Mas houve um problema, sempre há. No apagar das luzes, tive que liquidar bancos no Rio Grande do Sul: Habitasul, Maisonave e o SulBrasileiro. Tivemos que intervir. Não foram as únicas intervenções em bancos, depois houve outras.

Esses três bancos passavam por problemas de solvência?

Sim, todos tinham problemas de solvência. A intervenção podia salvar ou não o banco, mas a ideia era retirar da administração privada para tentar solucionar os problemas. A pressão política foi intensa. A bancada do Rio Grande do Sul veio em peso. O líder do governo era Nelson Marchezan, deputado federal pelo Rio Grande do Sul; o chefe da Casa Civil era o doutor Leitão de Abreu, também gaúcho. Contudo, afirmo que não houve nenhuma interferência no sentido de não fazermos o que tinha que ser feito. De toda forma, ainda que houvesse interferência política, teríamos intervindo da mesma forma. Sentimos a pressão e passamos por ela.

Com relação ao multiyear agreement, se tivesse sido assinado, quais as implicações práticas de concluir um acordo dessa natureza?

Nenhuma. Teríamos feito um acordo que teria sido substituído por outro. Chegamos a discutir isso na época. Informamos que estávamos discutindo um *debt relief*, um alívio na dívida, uma espécie de *haircut*, de desconto. A teoria do bem-estar mostra que todos os agentes ficam em situação melhor se há o *haircut*. [Kenneth] Rogoff havia escrito sobre isso, assim como vários outros acadêmicos, mostrando que o sistema bancário melhora porque os negócios são retomados. Ocorre que, naquela época, o sistema bancário não estava pronto para o *haircut*.

Retomando um pouco, a crise não era motivada apenas pela insolvência de alguns países. Outro problema era que os bancos não tinham capital suficiente. Hoje em dia, os empréstimos são realizados com *bonds*, os títulos de dívida soberana. Um banco pode coordenar a emissão de um *bond*, mas ele é detido por um *bondholder*, o título é de propriedade do *bondholder*. Vimos o que aconteceu com os *bondholders* durante a crise do estouro da bolha imobiliária nos Estados Unidos. Os detentores dos títulos de dívida é que perdem quando há uma incapacidade de pagamento do emissor. Assim, quando os *bondholders* estão alavancados, perdem seus recursos. Os bancos que coordenaram as emissões não estão envolvidos.

Naquele tempo, não havia a concessão de crédito pela emissão de *bonds*. Os bancos de investimentos eram completamente separados dos

bancos comerciais. O *Glass-Steagall Act*²⁶ estava em funcionamento. Os bancos realizavam operação sindicalizada. Montava-se um sindicato de bancos. Havia um grupo de bancos que subscrevia a dívida e depois passava parcelas a outros, mas cada banco carregava a parcela da dívida em seu ativo. Não era uma parcela securitizada, era levada até o vencimento. Assim, o banco tinha que ter uma *exposure* [exposição a riscos] que fosse um múltiplo – pequeno – do capital e das reservas nesses ativos.

O limite da exposição decorria de a liquidez internacional ser mais baixa?

Não havia liquidez porque não havia um mercado secundário para a dívida ou para as parcelas. A questão era que havia um requerimento de capital de segurança muito alto, podia-se alavancar até quatro vezes o capital e as reservas, que não seria uma alavancagem absurda. Contudo, com uma alavancagem de quatro vezes o capital e as reservas, caso fosse necessário baixar em crédito de liquidação o que o Brasil devia, o que o México devia, o que o Chile devia, o que outros países deviam ao Citibank, por exemplo, o capital do Citi desapareceria. O mesmo aconteceria com o *Deutsche Bank*, o Dresden, o Lloyd, o Paribas, todos eles. O ponto, então, era que os bancos não poderiam baixar as dívidas não recebidas como “crédito de liquidação” e, ao mesmo tempo, não poderiam contabilizar os juros como se os tivessem recebido, pois teriam que distribuir lucros que não tiveram. Os reguladores tiveram, então, por um certo período, que dar uma *waiver*²⁷ aos bancos, que seria mantido enquanto os países buscavam se reorganizar para retomarem os pagamentos de forma ordenada. Na medida em que esse processo se desenrolava, quando toda essa equação estava pronta, o sistema financeiro mundial estava preparado para fazer um abatimento na dívida. Isso somente aconteceu em 1990, muitos anos depois de minha passagem no Banco Central.

Nos anos 1980, não se podia cogitar aplicar um *haircut* na dívida, embora fosse sabido que era nessa direção que se deveria caminhar.

26 O *Glass-Steagall Act* é um conjunto de quatro normas legislativas do *U.S. Banking Act* de 1933, que têm como objetivo separar as áreas comerciais e de investimento nos bancos norte-americanos. Em novembro de 1999, o presidente Bill Clinton (Democrata) sancionou a derrubada dessas normas.

27 Conceder um *waiver* significava conceder um afrouxamento das condições regulamentares.

Dever-se-ia buscar, então, uma solução intermediária que não inibisse a solução final. Ou seja, se tivéssemos assinado o acordo de 1985, o que preferi não fazer, teríamos tido problemas até hoje, especialmente depois da solução política que Funaro e Sarney armaram para a questão. Do ponto de vista pessoal, foi o melhor a fazer. Por outro lado, se tivesse assinado, não teria inibido realizar um acordo tipo Brady depois. Poderia voltar à mesa de negociações posteriormente, fazer um Brady, redefinir a dívida em um pacote, reduzir seu tamanho e fazer um *haircut*.

Do ponto de vista político e simbólico, assinar um acordo naquela altura teria sido positivo? Traria expectativas positivas para a economia brasileira?

Sem dúvida teria sido melhor. Sem o acordo, o Brasil retornou à moratória. O acordo teria sido um guarda-chuva para continuar adimplente junto aos credores internacionais. Entretanto, alguns discordam, como Jorio Dauster,²⁸ que foi um dos negociadores em momento posterior. Ele argumenta que a moratória foi o melhor negócio que o governo fez. Pergunto apenas sobre o custo desse procedimento. Contudo, como minha proposição é “ahistórica”, sobre algo que não aconteceu, ela é contrafactual e não posso provar, fica uma palavra contra a outra, mas acho que perdemos algum tempo nesse processo. Uma história superada que serve para ilustrar como o Banco Central atuava muito mais como administrador de crises do que como um banco central propriamente dito.

Interessante, naquele período, era a aparente falta de legitimidade do governo, por tratar-se do fim do governo militar.

Não tenha dúvidas quanto a isso. Fiz referência a esse ponto quando abordei minhas brigas com Bacha. A história das adagas faz Bacha rir até hoje. Ele tinha que se opor porque, do outro lado, estava o governo militar. As adagas brigavam sozinhas, quem estava de um lado tinha que atacar a outra adaga – o outro lado – tivesse ou não

28 Jorio Dauster (1937) foi embaixador extraordinário para a negociação da dívida externa brasileira durante o governo Fernando Collor, atuando, na sequência, como negociador da dívida brasileira junto ao Clube de Paris, até 1998.

razão. Na hora em que esse tipo de disputa é criado, emerge algo muito mais complicado. Se levar para o plano pessoal, fará inimigos para toda a vida, pessoas que não vai mais querer ver. Na hora, você tem vontade de, como diz o italiano *picchiare schiaffo*, “dar uma bofetada”, mas passa. Hoje já passou, mas, lá atrás, o fato de termos um governo militar e de estarmos no fim de um ciclo tornava essas disputas exacerbadas. Semelhante ao que se vê hoje,²⁹ no processo de *impeachment*, as pessoas passam a se odiar. Não sei como estará em 30 anos, mas, na hora, no calor do momento, é muito mais difícil.

Comparando esse início dos anos 1980 com o que temos hoje, houve mudanças substantivas. A ordem econômica mundial, o papel do FMI...

Assumi a presidência do Banco em 1983, dez anos depois da extinção do acordo de Bretton Woods. O contexto daquela época incluía a Guerra do Vietnã, a economia dos Estados Unidos se expandindo e sua inflação aumentou bastante. Volcker assumiu com a inflação nos Estados Unidos em torno de 16% ao ano. O *yield* [rendimento] da *treasury bill* estava em 4% ao ano, antes da elevação da inflação, e foi para 20% ao ano. Note em que nível estava a taxa de juros mundial quando o Volcker elevou a taxa nos Estados Unidos. No cenário internacional, saímos de uma Ordem Mundial em que havia um FMI, um Banco Mundial, uma Organização Mundial do Comércio (OMC), tudo organizado, com os Estados Unidos mantendo o valor da sua moeda atrelada ao valor do ouro, tentando replicar, mais ou menos, o que era no padrão ouro, para um cenário de descontrole fiscal, de descontrole monetário e de crise de dívida externa. Claro que não foi só isso. O Brasil sempre foi dependente de poupança externa para realizar seus investimentos. Tanto que, se levarmos em conta o histórico do saldo da conta de transações correntes do Brasil, dos 70 anos para os quais as estatísticas estão disponíveis, têm-se 65 anos de *deficit*, cinco anos de *superavit*. Logo, ou há um excesso de investimento comparativamente à poupança ou uma falta de poupança doméstica. Em um período nos anos 1970, o do chamado “milagre econômico”, crescemos a taxas superiores a 10% ao ano.

29 A entrevista foi realizada em 11 de maio de 2016, dia anterior ao afastamento da presidente Dilma Roussef no âmbito do julgamento de seu impedimento.

Investimos em estatais, como Siderbras, Eletrobras e outras “bras”, tomando empréstimos no exterior. A Dersa, aqui de São Paulo, como já mencionei como exemplo, tomava recursos usando a Operação 63 para construir estradas, assumindo o descasamento de moeda. Isso fez com que a dívida externa do país aumentasse. O Banco Central não tinha estimativas de longo prazo do passivo externo líquido, mas dois economistas do FMI, Philip Lane e Gian Maria Milesi-Ferretti, estimaram o passivo externo para todos os países e publicaram em um artigo entre os *working papers* do Fundo.³⁰ A relevância do passivo externo líquido é sua importância para os modelos de câmbio de equilíbrio. Eles construíram uma estimativa do passivo externo líquido para o Brasil. Hoje é o Banco Central quem constrói esse indicador, mas, lá atrás, não tínhamos essa *expertise*. Aumentamos nosso passivo de 10% do PIB para 50% do PIB, naquele período. E foi um passivo construído via endividamento, não a partir de *foreign direct investment* [investimento estrangeiro direto]. Quando se contrai dívida com o exterior, incorre-se no risco de câmbio. Tínhamos dívida externa em um montante que, quando a *London Interbank Offered Rate* (Libor) estava em 4% ao ano, mesmo período em que a *treasury bill* estava em 4% ao ano, gastávamos 10% da receita das exportações para servir à dívida.³¹ Quando a Libor aumentou para 20% ao ano, passou-se a gastar 60% da receita das exportações para servir à dívida. Qualquer modelo de sustentabilidade de dívida que se construísse indicaria que ela se tornaria insustentável. O país entrou em crise pela conjugação de dois fatores: em primeiro lugar pelo abandono das regras acordadas em Bretton Woods, o que levou Volcker a elevar os juros americanos; e, em segundo lugar, porque erramos na concepção sobre como fazer investimento. Fizemos investimentos por meio de estatais acumulando dívida externa. Em meu período no Banco Central, enfrentei a primeira fase do processo de saída dessa crise. Só conseguimos sair, de fato, em 1992 com o Plano Brady, já sob a batuta de Pedro [Sampaio] Malan.

30 LANE, Philip e MILESI-FERRETTI, Gian Maria (2006). The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004. *IMF Working Paper*, 06/69i.

31 Servir à dívida significa pagar seus juros e amortizá-la.

Outro aspecto que distingue seu período foi que, a partir de 1988, os indicados à presidência e a diretores do Banco Central passaram a ser sabatinados pelo Senado Federal. Se houvesse sabatina anteriormente, acredita que contribuiria para legitimar alguma de suas decisões? Ou não faria diferença?

O presidente do Banco era subordinado ao ministro da Fazenda. Era, basicamente, um funcionário do Ministério da Fazenda. Outros ex-presidentes dirão com orgulho que foram presidentes do Banco Central, mas a realidade é que eram absolutamente subordinados. Se não havia razão para sabatar o chefe de gabinete do ministro da Fazenda, o secretário da Receita Federal, com o presidente do Banco Central não seria diferente. O Banco só foi adquirir *status* de instituição independente, autônoma, muito recentemente.

A partir de 1995?

Sim, a partir do Plano Real. A minha percepção é exatamente essa. O Banco Central que conhecemos hoje, que nasceu com o Plano Real, não era o Banco Central de antes. O nome pode ser o mesmo, mas a instituição é completamente diferente.

Mas sempre existiu um projeto de que ele fosse um banco central completo desde sua criação?

Sim, desde sua criação, lá atrás, com Roberto Campos. Mas havia resistências, como a de Costa e Silva, que dizia que “o guardião da moeda sou eu”, conforme mencionei.

Mário Henrique Simonsen falou, certa vez, que aceitou o convite para ser ministro no regime militar porque sabia que era melhor estar lá e controlar a parte dele do que deixar outra pessoa assumir. O senhor tinha uma percepção semelhante?

Quem decide assumir uma posição no Banco Central pode ter várias motivações. Uma delas é o espírito público, o desejo de exercer um papel no país. Não sei se Ilan [Goldfajn] vai ou não

aceitar ser presidente do Banco, suspeito que vá.³² O que move o economista-chefe do maior banco privado do país, um homem com reconhecimento internacional, que tem a remuneração que quiser, a abandonar tudo isso? Deixar de estar com sua família, que conheço, e é muito unida?

O desafio de enfrentar problemas talvez?

Talvez. Enfrentar um problema, resolver a questão da inflação em meio a uma situação complicada...

O mesmo se aplica a Arminio Fraga, que saiu do Soros para assumir a presidência do Banco Central em 1999.

É preciso ter espírito público. O motivo é só esse. É o desafio.

Pode-se incluir nessa equação a consagração da carreira de economista?

A pessoa se prepara a vida inteira para ser um bom economista e vai ser aquilo que a vida lhe oferecer. O que não deve é, quando a vida lhe oferecer um desafio, se tiver um pouco de espírito público, negar. Deve aceitar, não tem o direito de negar. Eu estive lá, estou aqui hoje, levando minha vida. Aprendi muito. Enfim, aquela experiência não teria o mesmo impacto hoje, na idade que tenho. Mas não tenho nenhum arrependimento e acredito que nem Arminio, nem Ilan, e nenhum dos outros que passaram por essa experiência têm.

32 Quando da realização dessa entrevista, Ilan Goldfajn era economista-chefe do Itaú e um dos economistas comentados para assumir a presidência do Banco Central, tendo sido formalmente indicado pelo presidente da República em 19 de maio de 2016.

Capítulo 4

Ares de Modernidade

A política econômica, nos últimos anos, após a estabilização dos preços promovida pelo Plano Real, teve a evolução que esperava?

Havia sinais de que haveria um desvio na trajetória que vinha sendo seguida, mas o desvio que ocorreu ultrapassou as previsões. Estamos atravessando a maior recessão da história econômica do país. Presido o Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (Codace), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), que data os ciclos econômicos. Temos estatísticas trimestrais homogêneas desde os anos 1980 e podemos afirmar que essa é a recessão mais profunda pela qual já passamos, maior até do que a de 1981, do que a de 1989. A distância entre pico e vale indica 9% de queda de PIB. A taxa de desemprego ao final deste ano [2016] deverá atingir 13%. Isso é assustador.

Diante disso, como vê o papel do Banco Central na administração da crise atual?

O Banco Central tem um papel importante, mas o papel mais relevante neste momento é o da política fiscal. O Banco Central deverá administrar a situação com muita calma, pois vai chegar o momento em que se deverá iniciar um ciclo de queda de juros. Com uma recessão dessa dimensão, a inflação cederá. Deverá então decidir, com sabedoria, sobre a velocidade de redução da taxa de juros. Mas acredito que tenha competência para tal. Estamos atravessando um momento em que o Banco Central será de grande ajuda para a retomada do ritmo da atividade. Isso porque a inflação dos produtos com preços administrados por contrato já está diminuindo. A inflação dos preços dos serviços também está em queda, influenciada pelo desemprego, que está derrubando os salários. Diminuindo o grau de incerteza que, no fundo, é o que provoca o *overshooting* da taxa de

câmbio, o câmbio deverá se valorizar, o que já vemos acontecer com o dólar passando para R\$3,50, R\$3,40. Não acredito, contudo, que a valorização continue por muito tempo, porque a dinâmica de dívida é um risco enorme.

Nesse cenário, possivelmente em mais uma ou duas reuniões do Copom, a taxa de juros poderá ser reduzida. Quando chegarmos a 2018, a economia estará voltando a crescer e, a partir daí, a tarefa será um pouco mais simples. Assim, o Banco Central tem um papel importante, e acredito que vá desempenhá-lo bem.

O Banco Central é considerado, claramente, uma ilha de excelência no governo federal, com funcionários concursados muito competentes. Esse era também o cenário na sua época?

Era sim. Tem muita gente boa na Instituição. Alguns eram oriundos do Banco do Brasil, outros não. O Banco Central sempre se preocupou em treinar seus funcionários. Havia diversos programas de treinamento. Hoje há ainda mais, como o programa de pós-graduação que inclui cursos no exterior. Havia um espírito de corpo. Isso sempre me chamou atenção. Quer dizer, o funcionário tinha orgulho de onde estava, do que fazia, das relações, da função. Mesmo quando o Banco Central tinha uma posição menos favorecida, pois era mais dependente do Ministério da Fazenda, o orgulho do seu pessoal era compatível com uma instituição muito maior do que ele, de fato, era. Sempre considerei o corpo técnico de primeira linha.

Relativamente à relação entre o Banco Central e o Ministério da Fazenda, nos últimos dois anos, com o agravamento do problema fiscal, o Banco Central pareceu tímido em apontar os impactos dessa política na condução da política monetária, ou não?

Fui muito crítico dessa gestão do Banco Central e acredito que a redução da taxa de juros realizada em 2011 foi um erro gigantesco. No último capítulo do meu livro, abordo um pouco essa questão. A curva de reação do Banco Central depende do banqueiro central. Há dois trabalhos, o primeiro de Rudebush e o segundo de Clarida,

Gali e Gertler,³³ nos quais se analisam as variações das curvas de reação do Fed nas gestões de Volcker, Miller e Greenspan. A análise avalia o peso que cada um deles atribuía ao desvio da inflação, do desemprego, do hiato do PIB relativamente às metas. Cada um define um peso, maior ou menor, dependendo de suas crenças e experiências. Paul Volcker, por exemplo, atentava praticamente só para a inflação, enquanto Alan Greenspan mirava, principalmente, o PIB. Em meu livro, mostro que a curva de reação do Banco Central apresentou uma quebra de estrutura visível que começa ainda no final da gestão de Henrique [de Campos] Meirelles. Discuti isso com Mário [Magalhães Carvalho] Mesquita, relativamente ao trabalho de Raphael Ihara,³⁴ que desenvolveu estudo semelhante, embora tenha chegado a resultado um pouco diferente. Para mim, a quebra fundamental acontece em 2011, 2012. Utilizando-se o Filtro de Kalman, é possível estimar a meta de inflação implícita na função de reação. O resultado é que a meta implícita naquele período era de 6,0% a 6,5% ao ano, quando a meta estabelecida pelo CMN era de 4,5% ao ano. Mesmo empregando parâmetros antigos da curva, a redução da taxa de juros seria incompatível com a meta oficial, o que indica que, naquele período, o Banco Central foi menos independente. Talvez o menos autônomo que tenhamos visto nos últimos anos.

Diversos analistas do mercado financeiro estavam apontando essa diferença na meta implícita também.

Os analistas estavam chegando ao mesmo resultado porque era essa a meta implícita nos modelos. O Banco Central estava muito refratário a críticas. Houve um episódio muito desagradável com [Alexandre Antonio] Tombini. Não costumo fazer minha crítica entre quatro paredes, costumo torná-la pública. E, quando fiz essa crítica, ele orientou a assessoria de imprensa a questionar minha autoridade

33 RUDEBUSH, Glenn. Monetary policy rules in practice: some international evidence. *European Economic Review* 42, pp. 1.033-1.067; e CLARIDA, Richard; GALI, Jordi e GERTLER, Mark. Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory". *Quarterly Journal of Economics*, v. 115, n. 1, 2000, p. 147-180.

34 IHARA, Raphael Majora. *Mudanças da política monetária na crise recente*. Dissertação de Mestrado. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, março 2013.

para falar sobre política monetária, se no meu tempo a inflação era 100% ao ano. Deixei por isso mesmo, mas perdi totalmente o respeito por ele. Não acredito que ele poderia ter sido presidente do Banco Central. A atitude que ele teve comigo não foi legal, e estou convencido de que o Brasil não deve nada a ele.

Na sua gestão no Banco Central, esse feedback dos analistas econômicos, as críticas de Bacha e outros contribuíam para balizar algumas de suas decisões, ajudavam de alguma maneira? Ou refletiam questões políticas?

Havia um componente político evidente, sem dúvida. No caso do Bacha, ele tinha uma ideologia e suas colocações estavam consistentes com ela. Então havia, sim, um componente político. Ele era contrário ao regime militar, queria terminar com aquilo. Essa era a parte política da história. Sobre suas críticas, em uma troca de mensagens por *e-mails* há algum tempo, ele afirmou que estávamos, os dois, errados. Ele considerava que não era possível controlar a oferta de moeda e eu, que não se deveria controlar a oferta de moeda. O que eu quis dizer é que, quando tivemos que indexar a taxa de câmbio porque havia uma crise de balanço de pagamentos, ou seja, ao termos que depreciar e manter a taxa depreciada, perdemos o controle da quantidade de moeda na economia. É o princípio da trindade impossível de Mundell. Não é possível controlar a quantidade de moeda quando a taxa de câmbio é fixada [e há livre movimento de capitais]. Nesse sentido, quando o FMI impunha uma meta para a base monetária, estava apoiado no contexto de Bretton Woods. Mencionei esse debate em conversa com Ted Beza, que trabalhava com Jacques de Larosière, quando me mostrou o artigo de Adams e Gross, sobre o qual já conversamos. Beza sabia que não era possível ter meta para base monetária naquela circunstância, mas as condições do FMI para que houvesse um acordo mantinham essa exigência. Então, tínhamos que seguir com aquela condicionalidade para ir em frente. A cada vez que não cumpríamos a meta monetária, tínhamos que encaminhar uma carta explicativa e obter o *waiver*. O FMI se sentia confortável em dar esse *waiver* e “tínhamos que dançar o minueto”. Assim, uma parte da crítica era ideológica, política, de posicionamento, e outra parte decorria do fato de que enfrentávamos uma missão impossível. Como eu fazia parte de um governo ao qual

ele era contrário, ele aproveitava para bater nessa tecla. Hoje em dia, isso é um fato conhecido, não seria uma controvérsia.

Pedro Bodin e Arminio Fraga comentam que, nos acordos que tentaram costurar no começo dos anos 1990, quando ainda eram diretores do Banco Central, também enfrentaram algumas condições impostas pelo FMI que não eram compatíveis com o modelo da economia brasileira.

Note que Bodin e Arminio estão tratando da década de 1990. Meu relato refere-se a um período de dez anos antes. O artigo de Adams e Gross é de 1986. Em 1973, as bases do Acordo de Bretton Woods foram abandonadas. Nesse contexto, o Fundo ainda não tinha reencontrado a razão de sua existência, vivia uma crise existencial que se refletia na troca dos *templates*,³⁵ das condicionalidades, para a realização dos empréstimos. Hoje sabe-se que existia uma teoria com evidência empírica que estava nascendo e que não estava totalmente estabelecida. Era a primeira vez em que o FMI exercia o papel de administrador de crise bancária e de crise no balanço de pagamentos. No padrão do Acordo de Bretton Woods, isso simplesmente não era uma possibilidade.

O ponto é que os diagnósticos e as prescrições de política econômica são realizados a partir do conhecimento teórico, das evidências empíricas, do conjunto das experiências acumuladas e outros eventos históricos. Naquela época, o arcabouço da teoria era ainda muito frágil, os fundamentos estavam lá, sabia-se o que eram, mas não havia os modelos que se têm hoje: modelo com rigidez de preço, com expectativas racionais. Nada disso existia naquele momento. A macroeconomia aberta, modelo Mundell-Fleming estava nascendo. O Banco Central estava buscando seu papel nessa história, embora tivesse consciência de que estava rompendo com a ortodoxia da época. A crença nas políticas de renda e o desprezo pela política monetária para controlar a inflação não eram só do Delfim, eram também de Samuelson, de Tobin, de Arthur Okun, todos pregavam o uso de políticas de rendas na época. Os tomadores de decisão eram escravos de um arcabouço intelectual e de instituições muito diferentes do que há hoje.

35 Conjunto de procedimentos e formulários que deveriam ser atendidos quando dos acordos.

Há um defeito no ensino de Economia hoje que é a falta do estudo da história. Os estudantes aplicam um modelo matemático pronto e é isso. Adotou-se o regime de metas para a inflação aqui, faz-se aquela modelagem toda, e os analistas se divertem. Os membros da minha equipe se divertem com esses exercícios. Não me divirto com modelagem. Participo de vez em quando para dar uma sugestão ou outra. Tenho outro tipo de abordagem. Mas há essa geração que reduz tudo a modelos. Suponha que o mundo sofra algum tipo de alteração que o modelo não consiga prever ou não consiga explicar. Quando o modelo perder o poder explicativo, ficarão como Linus, amigo de Charlie Brown, quando lhe tiraram o *security blanket*.³⁶

36 Expressão que significa “perder o apoio emocional”.

Índice Onomástico

A

ABREU, João Leitão de	41
ABREU, José Carlos Moraes	38
ARDEO, Vagner Laerte	33
ARIDA, Persio	23, 35

B

BACHA, Edmar Lisboa	33, 35, 37, 43, 51
BAILEY, Martin J.	21
BORGES, Jorge Luis	33, 34
BULHÕES, Octavio Gouvêa	15, 22, 37, 38

C

CAMPOS, Roberto de Oliveira	15, 22, 37, 38, 46
CARDOSO, Fernando Henrique	39
CHAMPFEU, Jacques de Larosière de	40, 51, 54
CONNALLY, John Bowden	16
COSTA, José Ribamar Ferreira de Araújo (José Sarney)	20, 23, 40, 43

D

DORNELLES, Francisco Oswaldo Neves	40
------------------------------------	----

F

FISHER, Stanley	22
FRAGA, Arminio	27, 47, 52
FRANCO, Gustavo	23, 37
FREITAS, Carlos Eduardo de	33
FRIEDMAN, Milton	17, 21
FUNARO, Dílson Domingos	40, 43

G

GOLDEFAJN, Ilan	8, 46, 47
GALVÊAS, Ernane	15, 40

I

IHARA, Raphael	50
----------------	----

K

KENNEDY, John F.	16
KEYNES, John Maynard	21

L

LANE, Philip	45
LEME, Ruy Aguiar da Silva	37
LEMGRUBER, Antônio Carlos	40
LOPES, Francisco Lafayette de Padua	23

M

MALAN, Pedro Sampaio	45
MARCHEZAN, Nelson	41
MEIRELLES, Henrique de Campos	50
MESQUITA, Mário Magalhães Carvalho	50
MILESI-FERRETTI, Gian Maria	45
MUNDELL, Robert Alexander	35, 51

N

NETTO, Antônio Delfim	13, 15, 16, 19, 37, 40, 52
NEVES, Tancredo de Almeida	40
NIXON, Richard Milhous	16
NÓBREGA, Maílson da	36
NOGUEIRA, Denio Chagas	37

O

OKUN, Arthur Melvin	16, 52
---------------------	--------

P

PINTO, Carlos Alberto Alves de Carvalho	19
---	----

R

RESENDE, André Pinheiro de Lara	23, 35
RHODES, William R. (Bill Rhodes)	37
ROCCA, Carlos Antonio	19
ROGOFF, Kenneth	41

S

SAMUELSON, Paul Anthony	16, 52
SAYAD, João	20
SENNA, José Júlio	26, 40
SERRANO, José Carlos Madeira	33
SILVA, Artur da Costa e	37, 46
SIMONSEN, Mário Henrique	16, 40, 46

T

TOBIN, James	16, 52
TOMBINI, Alexandre Antonio	26, 50

V

VELLOSO, João Paulo dos Reis	13
VOLCKER, Paul Adolph	16, 32



**BANCO CENTRAL
DO BRASIL**

A GRANDE CONTRIBUIÇÃO DO PLANO REAL FOI, exatamente, desconstruir o mito de que é possível conviver com a inflação por meio da indexação e da inércia, sendo as duas filhas da primeira. Ao financiar o *deficit* público com emissão de base monetária, provoca-se inflação, que por sua vez é um tributo sobre os detentores de moeda. A erosão do poder aquisitivo dos detentores de moeda gera o equivalente a um imposto, que é o imposto inflacionário.

AFFONSO CELSO PASTORE

Ex-Presidente do
Banco Central do Brasil