

*Coleção*

**História Contada do**  
Banco Central do Brasil

**XI**

**Antônio Carlos  
Lemgruber**



*Coleção*

---

**História Contada do**  
Banco Central do Brasil

Brasília • 2019



*Coleção*

**História Contada do**  
Banco Central do Brasil

**XI**

**Antônio Carlos  
Lemgruber**

Ficha Catalográfica elaborada pela Biblioteca do  
Banco Central do Brasil – v. 11

Banco Central do Brasil

Antônio Carlos Lemgruber / Banco Central do Brasil – Brasília :  
Banco Central do Brasil, 2019.

44 p. ; 23 cm – (Coleção História Contada do Banco Central do  
Brasil; v. 11)

I. Banco Central do Brasil – História. II. Depoimento. III.  
Lemgruber, Antônio Carlos. 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

## Introdução

Antônio Carlos Lemgruber assumiu a presidência do Banco Central do Brasil (BCB) em março de 1985, sendo o primeiro presidente do Banco Central após o regime militar.

Descendente de imigrantes suíços que se estabeleceram em Nova Friburgo no início do século XIX, Lemgruber sempre morou no Rio de Janeiro, onde nasceu em 1947, e se graduou em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro em 1969.

Trabalhando como jornalista econômico enquanto cursava a universidade, conheceu economistas renomados, entre os quais Alexandre Kafka, que era professor na Universidade de Virgínia. Por sua influência, decidiu realizar um curso de pós-graduação no exterior, escolhendo a universidade na qual Kafka lecionava. Enquanto elaborava sua dissertação de mestrado, abordando questões cambiais, e sua tese de doutorado, tratando de experiências comparadas de inflação, contou com interlocutores importantes na cena brasileira, como Paulo Lira e Casimiro Ribeiro.

Ao retornar ao país, Lemgruber foi convidado a trabalhar na Fundação Getúlio Vargas (FGV), realizando pesquisas no Instituto Brasileiro de Economia (Ibre) e lecionando na Escola de Pós-graduação em Economia (EPGE), além de ser editor da revista *Conjuntura Econômica*. Nesse período, criou o Centro de Estudos Monetários Internacionais, na FGV, no qual realizou pesquisas entre 1979 e 1981.

Em agosto de 1981, Lemgruber, decidiu aceitar o convite para tornar-se executivo financeiro em tempo integral e assumiu a diretoria da Área Internacional do Banco Boavista, mas a questão da inflação brasileira sempre permaneceu no seu foco.

O convite para assumir a presidência do Banco Central na gestão de Tancredo Neves foi um desafio irrecusável, embora Lemgruber

se considerasse muito jovem. A situação da economia brasileira em 1984 estava mais confortável que no ano anterior em termos de crescimento, mas a inflação seguia elevada. O relacionamento com o exterior não havia sido restabelecido, uma vez que o Fundo Monetário Internacional (FMI) tinha decidido esperar pelo novo governo para fechar um acordo. Na percepção de Lemgruber, a morte do presidente eleito, no entanto, encurtou bastante o prazo da tarefa da equipe do Banco Central. Com a posse de Sarney, seguiram trabalhando, mesmo com as limitações decorrentes da situação. Em agosto de 1985, deixou a presidência do BCB, retomando suas atividades na iniciativa privada, até seu falecimento em 9 de fevereiro 2011.

Antônio Carlos Lemgruber concedeu entrevista ao Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil da Fundação Getúlio Vargas (CPDOC/FGV) no âmbito do *Projeto Memória do Banco Central do Brasil*, em 25 de maio de 1999.

A reconstituição da construção do Banco Central por meio da história oral relatada por seus atores permite não apenas complementar informações existentes nos documentos publicados e nos estudos já realizados, mas também colher as avaliações, os dilemas e as escolhas, as influências de sua formação familiar e acadêmica, da rede de relações de amizade e de rivalidades, colocando o indivíduo – com seus vários graus de liberdade de atuação – e o momento histórico – com suas várias condicionantes – como agentes determinantes na edificação da Instituição.

As entrevistas realizadas foram transcritas e submetidas a processo de edição por parte da equipe envolvida e de revisão pelos entrevistados, buscando-se incrementar sua transparência e clareza, mas mantendo-se fiel à narrativa, transformando-as nos volumes que compõe a *Coleção História Contada do Banco Central do Brasil*.

# Sumário

## **Introdução, 9**

Capítulo 1: De Jornalista a Doutor, 11

Capítulo 2: De Doutor a Banqueiro, 19

## **Fotos, 25**

Capítulo 3: Presidente do Banco Central, 31

Capítulo 4: Retorno ao Setor Privado, 38

## **Índice Onomástico, 41**



# Capítulo 1

## De Jornalista a Doutor

*Gostaríamos de conversar um pouco sobre sua origem familiar e sua formação intelectual.*

Sou filho de Fernando José Ramos Lemgruber e de Maria Mercedes Braga Lemgruber. Basicamente, a família Lemgruber fez parte de um grupo grande que veio para o Brasil no início do século XIX. Era um projeto de imigração tratado diretamente entre os governos do Brasil – na época, era o Reino Unido de Portugal, Brasil e Algarves, governado por D. João VI – e alguns cantões suíços.

*São os suíços que fundaram Nova Friburgo no estado do Rio de Janeiro?*

Exatamente. A família Lemgruber foi uma das 200 ou 300 famílias que vieram nessa imigração organizada para Friburgo. Foi um movimento muito bonito. Existem alguns livros a respeito, e há inclusive uma tese de doutorado.<sup>1</sup> Foi algo grandioso para os dois governos. Imagine mais de 200 famílias saindo em barcos, atravessando o Atlântico! E a maioria chegou ao Brasil. Isso tudo no início do século XIX, em 1819, por aí. A Suíça foi das grandes exportadoras de população até o final do século XIX. Naquela época, tenho a impressão de que a causa principal dessa corrente migratória foram as guerras napoleônicas.

*Qual é a profissão de seu pai?*

Engenheiro, profissional liberal. E eu, que comecei como todo garoto, pensando em seguir a carreira de meu pai, acabei me interessando, aos poucos, por ciências econômicas e me desviei da Engenharia.

---

1 *A SAGA de Nova Friburgo*. Biblioteca Estadual e Universitária, Fribourg (CH), Associação Fribourg – Nova Friburgo, 1998.

*Sua família mora no Rio de Janeiro?*

Sim, meus pais residem aqui até hoje, e eu, nascido no Rio em 26 de outubro de 1947, nunca morei em outro lugar, salvo por um curto período, quando fui fazer pós-graduação em Economia nos Estados Unidos. Fiz todos os meus estudos no Colégio São Bento, até ingressar na Faculdade de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, ali na Urca, em 1966. Formei-me economista em 1969.

*Portanto, o senhor passou na universidade os primeiros anos do regime militar.*

Sim, peguei uma fase estudantil muito complicada. Mas, por acaso, fiz uma opção que se revelou útil para minha vida profissional: comecei a trabalhar, não exatamente em economia, mas em uma coisa muito próxima, que era jornalismo econômico. Logo no final do primeiro ano da faculdade, comecei a trabalhar na sucursal da *Folha de S. Paulo*, onde fiquei durante quatro anos.

*Foi uma época áurea do jornalismo econômico porque, com a ditadura, a reportagem política passou a ser fortemente controlada.*

Exatamente. Então, durante os quatro anos da faculdade, além de estudar Economia, eu trabalhava como jornalista da *Folha de S. Paulo* no Rio de Janeiro, cobrindo economia. Isso me ajudou muito na formação de economista, não só pelo exercício diário com assuntos macroeconômicos, mas também pela convivência com economistas famosos que já eram autoridades naquela época. Os ministros eram [Antônio] Delfim Netto, [João Paulo dos] Reis Velloso e outros, e eu ia entrevistá-los como jornalista. Foi assim que, aos poucos, fui conhecendo as pessoas.

Em uma dessas entrevistas, conheci o representante do Brasil no Fundo Monetário Internacional (FMI) desde 1966, Alexandre Kafka.<sup>2</sup> Em conversa, ele me contou que era também professor na Universidade de Virginia, que fica a apenas duas horas de Washington. Comecei a

---

2 Alexandre Kafka (1917-2007) foi indicado, em 1966, pelo então ministro Octavio Gouvêa Bulhões, para o cargo de diretor-executivo no FMI. Kafka exerceu o cargo por mais de três décadas.

namorar a ideia de ir para os Estados Unidos. Percebi que, para uma carreira de economista ser levada a sério, talvez devesse fazer pós-graduação e escolhi ir logo para o exterior sem passar, como hoje é mais comum, por um curso de mestrado no Brasil.

Consegui uma bolsa da Comissão Fulbright, no Instituto Brasil-Estados Unidos (Ibeu), no Rio de Janeiro. Obtendo essa bolsa, existe a possibilidade de o candidato sugerir algumas universidades para realizar a pós-graduação. Eu estava com Virginia na cabeça por causa do professor Kafka. Fui aceito e desembarquei naquela Universidade para fazer pós-graduação em Economia.

*Ainda como estudante universitário, o senhor manteve algum flerte com a esquerda?*

Realmente, isso tem muito a ver com a idade. Todo jovem feliz com a sua juventude flerta com a esquerda, é inevitável. Mas meu flerte começou muito antes da universidade. Como vários outros jovens cariocas, participei da política estudantil ainda como secundarista, até mais como secundarista. Na universidade, minha cabeça já estava mais assentada, já pensava em trabalhar, casar, essas coisas. Então, já no início da faculdade, as veleidades ideológicas ficaram um pouco para trás.

*Mas isso influenciou sua formação como economista?*

Confesso que a influência ideológica em minha formação veio muito mais tarde, com o estudo mais aprofundado de Economia, a percepção da beleza das forças de mercado no sistema capitalista. No tempo da faculdade, minha visão de mundo era um pouco indefinida, acho que ainda tinha algumas veleidades esquerdistas, de um lado.

*Que professores influenciaram mais a sua formação, na universidade?*

Eu me lembro do professor Bulhões, Octavio Gouvêa de Bulhões, que foi meu professor em dois anos diferentes, no segundo e no terceiro. Em um outro extremo ideológico, fui bastante influenciado pela professora Maria da Conceição Tavares, curiosamente, assistente do professor Bulhões.

*O curso de graduação era de bom nível?*

De maneira geral, sim. Acho que tive a percepção de que não era suficiente para uma formação completa de economista. Foi um período complicado, por razões políticas conhecidas. Mas o ambiente era bom, embora houvesse escassa literatura especializada de boa qualidade. Talvez por essas razões é que tive a percepção da necessidade de ir um pouco mais além no mundo da pós-graduação.

*O senhor foi bom aluno, gostava de estudar?*

Acho que sim. Tirei o primeiro lugar no vestibular e, ao longo dos anos, sempre me saí muito bem. Um dos mais brilhantes economistas brasileiros hoje em dia – economista no sentido mais puro da palavra – foi meu colega de turma: José Alexandre Scheickmann, que está na Universidade de Chicago. Uma pessoa como eu, por exemplo, tem chapéus diferentes de economista; mas ele não: é chefe do Departamento de Economia da Universidade de Chicago. Era meu colega de turma. Havia também uma moça, que hoje é funcionária do Ministério da Fazenda, acho. Lembro que nós três ganhamos medalhas no final do quarto ano; tenho a impressão de que fomos os três melhores da turma.

*Para conseguir uma bolsa, era preciso ter um desempenho acadêmico acima da média, não?*

Exatamente. Acho que fui bom aluno na faculdade.

*O senhor disse que, desde cedo, pensava em trabalhar e se casar. Quando foi para os Estados Unidos, já era casado?*

Sim, casei-me com Maria Ivone em 1969, no último ano da faculdade. Faz 30 anos. Em 1975, já de volta ao Brasil, tivemos uma filha, Flávia, que já está casada e, há um mês, teve uma filha, Maria Eduarda. Sou um avô estreante.

*Como foi sua estada na Universidade de Virginia?*

Fui fazer pós-graduação em Economia e, um pouco influenciado pelo professor Kafka, fui me interessando cada vez mais por questões

monetárias e questões internacionais. E isso acabou sendo uma primeira opção de trabalho, pois morei durante três anos integralmente dentro da cidade onde está localizada a Universidade de Virginia e consegui uma bolsa, no último ano, para a *Brookings Institution* – um instituto de pesquisa em Washington – para escrever a tese. Aliás, escrevi duas teses: uma de mestrado e uma de doutorado. A de mestrado foi sobre política cambial no Brasil. Naquela época, 1972, o sistema de minidesvalorizações cambiais estava começando a ser praticado, e escrevi uma tese defendendo o sistema. Era uma tentativa bem descritiva, sem grandes análises macroeconômicas, da experiência cambial recente no Brasil.

Dois anos depois, defendi a tese de doutorado, que escrevi durante todo o ano de 1973 – passei um ano inteiro só fazendo isso, em tempo integral –, graças à bolsa da *Brookings Institution*. Escrevi uma tese sobre inflação, comparando experiências inflacionárias em vários países, com destaque, evidentemente, para o Brasil. Fui influenciado por vários professores americanos, mas talvez uma das influências mais importantes tenha sido mesmo a do professor Kafka que, inclusive, foi o principal orientador.

Enquanto estava redigindo a tese, ia visitar o professor Kafka no FMI. Eu era um jovem estudante e, nessas visitas, encontrava muitos brasileiros importantes, como Paulo Lira, que era, na época, presidente do Banco Central. Lembro-me de ter narrado para ele certas evidências que encontrei – naquela época, período do “milagre” econômico, dizia-se que o Brasil estava crescendo muito rápido. Na tese, eu procurava demonstrar que o milagre não era esse, pois era quase natural o país crescer tanto, depois de uma recessão tão profunda; o milagre era não ter havido inflação nesse período. Ele achou interessante, mas para mim era a coisa mais importante do mundo, um jovem estudante escrevendo sua tese e sendo ouvido por Paulo Lira, Kafka, Casimiro Ribeiro, que era diretor do Banco Central, entre outros.

*Desses nomes todos, o único que o senhor já conhecia era o professor Kafka?*

Sim. Como mencionei, eu o conheci como jornalista econômico. Em 1967, houve uma famosa reunião do Fundo Monetário aqui no Rio

de Janeiro, em que trabalhei como jornalista. Na época, Ruy Leme era o presidente do Banco Central. O assunto principal da reunião foi a criação dos Direitos Especiais de Saque (DES), e me lembro claramente de ter entrevistado o professor Kafka sobre esse tema.

## Capítulo 2

### De Doutor a Banqueiro

*Ao voltar para o Brasil com o título de doutor em Economia pela Universidade de Virginia, o senhor já tinha emprego garantido?*

É quase natural que, quando se aproxima o fim de sua estada, comece a procurar alternativas de emprego. Na época, tinha vontade de, dentro do possível, sabendo das limitações naturais de um país como o Brasil, levar uma vida a mais próxima possível de pesquisador e professor. Em conversas com várias pessoas, acabei chegando à conclusão de que o caminho natural, se quisesse morar no Rio de Janeiro, seria a Fundação Getulio Vargas (FGV). Então, mais uma vez – para verem como ele foi importante na minha carreira –, o professor Kafka me indicou tanto para o professor [Julian Alfonso Magalhães] Chacel como para o professor [Mário Henrique] Simonsen. Eu não sabia direito se iria para o Instituto Brasileiro de Economia (Ibre), como pesquisador, ou para a Escola de Pós-Graduação em Economia (EPGE), como professor. Acabei conseguindo o melhor dos mundos: trabalhar nos dois.

*Caso raro na FGV.*

Exatamente. Havia certa ciúmeira ali dentro, mas consegui um arranjo em que trabalhava *full time* como pesquisador no Ibre e *part time* como professor na EPGE, contratado pelo Simonsen e pelo [Carlos Geraldo] Langoni.

*O senhor só veio a conhecer o doutor Langoni na FGV?*

Sim. O Kafka me apresentou a ele, ao Simonsen e ao Chacel. Eu nunca havia trabalhado como economista antes, eu era jornalista. Botei o chapéu de economista pela primeira vez em 1974, assumindo

a revista *Conjuntura Econômica*.<sup>3</sup> Era como se eu tivesse, na verdade, três chapéus: editor da *Conjuntura Econômica*, pesquisador do Ibre e professor da EPGE. Isso durou sete anos, entre 1974 e 1981. Da *Conjuntura*, na verdade, afastei-me antes, em 1979, para organizar um centro novo, chamado Centro de Estudos Monetários Internacionais, antigo desejo meu. Já tendo a experiência da *Conjuntura Econômica* por alguns anos, quis me dedicar mais a pesquisas e fui ser chefe do Centro de Estudos Monetários Internacionais na FGV.

*Quem o substituiu como editor da revista Conjuntura Econômica?*

Paulo Rabello de Castro, que já era meu colega no Ibre. Ele cuidava de outra área, de agricultura, e foi coordenar a *Conjuntura Econômica*. Já eu não substituí ninguém, porque esse centro era inteiramente novo, criação minha e do Chacel. Nossa preocupação era realmente fazer pesquisa, dentro das limitações orçamentárias.

*Além de Paulo Rabello de Castro, o senhor foi companheiro de outros economistas como Luís Corrêa do Lago, Paulo Nogueira Batista Júnior.*

Eu que trouxe o Paulo Nogueira Batista para a Fundação, por indicação de alguém, para trabalhar comigo no Centro de Estudos Monetários Internacionais. Ele estava chegando de Londres, se não me engano. A FGV é muito grande, existe no Rio de Janeiro e em São Paulo. No Rio de Janeiro, havia dois grupos de economistas que trabalhavam isoladamente. Um grupo estava no Ibre, onde se destacavam justamente esses três nomes mencionados: Paulo Rabello de Castro, Luís [Aranha] Corrêa do Lago e Paulo Nogueira Batista. O outro grupo estava na EPGE, e dele participavam economistas brilhantes como Cláudio Haddad, Carlos Langoni. Todos jovens.

Assim, essa geração, que é mais ou menos da mesma idade, um pouco mais velha, um pouco mais moça, representa a FGV. Pode-se até falar em um terceiro grupo, o da Escola de Administração de Empresas de São Paulo (Eaes), mas é um pouco diferente do ponto de vista ideológico. Portanto, quando se fala em “economista da FGV”,

---

3 A revista *Conjuntura Econômica* foi fundada em novembro de 1947 por Richard Lewinsohn, e é uma publicação do Ibre/FGV.

existem três grupos bem diferenciados. Eu não convivi com o grupo de São Paulo, mas convivi com os dois do Rio, pois trabalhava ao lado do Paulo Rabello, do Corrêa do Lago e do Paulo Nogueira Batista e dava aulas ao lado do Langoni, do Cláudio Haddad e de outros. Esse foi um período áureo da FGV.

*Se pensarmos a partir do doutor Eugênio Gudín, podemos identificar algumas gerações de economistas da FGV que influenciaram decisivamente na política econômica brasileira.*

Certamente temos umas quatro gerações. Primeiro, o doutor Gudín; depois, o doutor Bulhões; em seguida, uma terceira geração, com Mário Henrique Simonsen, Chacel, Isaac Kerstenetzky, Jessé Montello. Finalmente, a quarta geração é esta de jovens que, pela primeira vez, voltavam ao Brasil com o doutorado obtido no exterior e vieram trabalhar na EPGE e no Ibre: Langoni, Claudio Haddad, Paulo Rabello de Castro, Luiz Correa do Lago. Essa geração se espalhou, alguns continuam na Fundação e outros saíram. E já surgiu uma quinta geração de alunos da FGV, que ainda está por lá, em alguns casos; são economistas respeitados e também têm influência no governo. Citando aleatoriamente, lembro-me de Daniel [Valente] Dantas, André Lara Resende, Sérgio Werlang e Gustavo Loyola. Carlos Ivan Simonsen Leal e Rubens Penha Cysne, por exemplo, continuam na Fundação. Essa quinta geração já não estudou com o professor Simonsen, mas com a geração posterior a ele, composta por Langoni, Cláudio Haddad, Edy [Luiz] Kogut, eu e outros.

*Voltando ao Centro de Estudos Monetários Internacionais, qual era sua principal atividade?*

O professor Chacel e eu o imaginamos como um centro de pesquisas sobre a inflação e as políticas monetárias do Brasil e de vários países. Um fato interessante é que, quando o centro iniciou suas atividades, no começo de 1979, Carlos Brandão era presidente do Banco Central. Por uma feliz coincidência, uma das ideias iniciais, que acabou se concretizando, foi um convênio firmado entre a FGV e o Banco Central para fazer alguns estudos – se vocês procurarem, vão encontrar esses trabalhos nos arquivos do Banco Central. E nós

fizemos. Então, meu primeiro contato com o Banco Central foi como participante desse convênio para assessorar o Banco e produzir estudos monetários internacionais. Chegamos a produzir alguns livros, que não devem ser difíceis de encontrar.

*Em seu depoimento, o doutor Carlos Brandão afirma que o Banco Central tinha uma história de concentração de suas atividades na fiscalização, mas não possuía muitos créditos na área de pesquisa.*

Pois é, e essa é uma das razões pelas quais foi firmado esse convênio. Fiquei no Centro de Estudos Monetários Internacionais entre 1979 e 1981. A tendência natural de boa parte dos economistas brasileiros, seja por razões financeiras ou até mesmo por mudança de projeto de vida, é interessar-se pelo mercado financeiro, e eu não fui exceção. Paralelamente às atividades normais na FGV – como professor e pesquisador –, a partir de 1980 comecei, aos poucos, a prestar consultoria a instituições financeiras, basicamente para discutir temas macroeconômicos. As instituições financeiras têm preocupações naturais com as trajetórias da taxa de inflação, da taxa de juros, do câmbio e achavam que eu podia dar alguma contribuição; uma dessas instituições financeiras era o Banco Boavista, que pertencia a uma tradicional família carioca, os Paula Machado.

Em 1981, os acionistas e principais executivos do Banco Boavista perderam um diretor, o doutor Eduardo [da Silveira] Gomes [Junior], muito ligado ao Banco Central, onde havia sido chefe do Departamento Econômico. Era diretor internacional do Banco Boavista. Fui, então, sondado para me transformar, aí sim, em um executivo de banco; em agosto de 1981, convidaram-me para ser o substituto do doutor Eduardo Gomes como diretor da área internacional do Banco Boavista.

Nessa hora, tive que tomar a decisão de abandonar a carreira de economista *full time* e assumir uma carreira de executivo financeiro *full time*; nos acertos com o Banco Boavista, consegui manter minha situação como professor horista de economia na EPGE. Portanto, a partir de 1981, passei a ser um diretor de banco voltado para a área internacional, trabalhando aqui, no Rio de Janeiro, no Banco Boavista.

*Na época, como o senhor analisava os problemas básicos da economia brasileira: inflação, endividamento externo, reação à crise do petróleo?*

Naquele instante, em função de estudos feitos nos Estados Unidos e de pesquisas realizadas no Brasil, minha principal preocupação, como economista e como cidadão, era o fenômeno da inflação no Brasil. Acho que o que mais intrigava as pessoas ligadas à área de economia era o quão esquisito era esse nosso país, que tinha sistematicamente uma taxa de inflação muito alta. Felizmente, era um país que crescia a taxas muito rápidas – se tomarmos os 80 primeiros anos deste século, talvez o Brasil tenha sido o país que mais cresceu no mundo. O problema do crescimento econômico simplesmente não existia. O que diferenciava o país dos outros, pelo lado negativo, era a questão da inflação. Então, toda a minha preocupação como economista estava relacionada à inflação.

Em seguida, talvez por causa da experiência de executivo de banco especializado na parte internacional, comecei a desenvolver certo *know how* com relação a questões monetárias internacionais. Em função disso, passei a perceber e conhecer melhor os problemas ligados à conta de capitais do balanço de pagamentos do Brasil e ao endividamento externo. Posso dizer que desenvolvi certa especialização, como economista ou como executivo de banco, nessas duas áreas: questões monetárias ligadas à inflação e questões internacionais ligadas ao endividamento externo. E, a partir da década de 1980, passei a usar dois chapéus: o de executivo de banco, especializado em assuntos internacionais; e o de economista, ainda ligado à FGV.

*O senhor era um simpatizante da tese da inflação inercial, que despontava, ou tinha uma perspectiva mais conservadora, enfatizando o problema do deficit público?*

Na época, eu era menos simpatizante, talvez, das ideias inerciais de inflação do que passei a ser dez anos depois, com uma inflação muito mais alta. Tudo tem o seu tempo, a gente muda de opinião, isso faz parte. Mas, certamente, eu não era um heterodoxo.

*Qual foi a influência do doutor Bulhões em sua análise da inflação?*

Muito grande! Uma influência mais oral, digamos assim, do que escrita. O doutor Bulhões não chegou a escrever muito. Sofri muito mais influência escrita de autores estrangeiros, como Milton Friedman, que contribuíram muito para a minha formação.





Na comemoração pelos vinte anos do BCB. Da esquerda para a direita: Carlos Geraldo Langoni, Fernão Bracher, Francisco Gros e Carlos Lemgruber. Brasília, 1985



Evento de comemoração dos 20 anos do BCB. Da esquerda para a direita: Fernando Milliet, Carlos Langoni, Carlos Lemgruber e Fernão Bracher. Brasília, 1985

Carlos Lemgruber com Francisco Dornelles (ministro da Fazenda) no Banco Central do Brasil em abril de 1985





Na transmissão do cargo para Fernão Bracher. Da esquerda para a direita: Paulo Roberto Franco Ferreira, José Júlio Senna, Antonio Carlos Lemgruber e Fernão Bracher. Brasília, agosto de 1985



Na transmissão do cargo para Fernão Bracher acompanhado de sua diretoria. Da esquerda para a direita: Carlos Eduardo de Freitas, Hélio Ribeiro de Oliveira, Paulo Roberto Franco Ferreira, Roberto Castelo Branco, José Júlio Senna, Antonio Carlos Lemgruber e Fernão Bracher com esposa. Brasília, agosto de 1985



Seminário realizado em comemoração dos 40 anos do BC. Da esquerda para a direita: Fernando Milliet, Paulo César Ximenes, Francisco Gros, Henrique Meirelles, Pedro Malan, Wadico Bucchi, Carlos Brandão, Fernão Bracher e Antônio Carlos Lemgruber. Brasília, 30 de março de 2005



## Capítulo 3

### Presidente do Banco Central

*Como surgiu o convite para presidir o Banco Central?*

Talvez minha dupla formação, de economista e de banqueiro especializado na área internacional, tenha tido alguma influência. Alguém teria indicado meu nome ao ministro Francisco [Oswaldo Neves] Dornelles, homem da FGV também, que havia sido escolhido ministro da Fazenda pelo presidente Tancredo [de Almeida] Neves. Não sei se a iniciativa foi do próprio ministro Dornelles – porque já nos conhecíamos da Fundação – ou se alguém lembrou a ele o meu nome.

*Ocupar a presidência do Banco Central fazia parte de suas ambições profissionais?*

Não, foi absolutamente inesperado. Meu caminho era o banco privado. Mas, evidentemente, eu não podia me furtar a esse desafio, embora achasse que era um pouco cedo: fui presidente do Banco Central com 37 anos. Se pudesse escolher, teria sido mais tarde. Mas o fato é que, recebendo o convite e tendo a formação de macroeconomista que tinha, o desafio era irrecusável.

*Quando o senhor foi convidado?*

No final de janeiro de 1985, uns quinze dias depois da eleição. Tivemos várias conversas. Eu diria que todo o processo de composição da diretoria foi muito mais lento do que em casos recentes, que tinham que ser obrigatoriamente muito mais rápidos. Levamos cerca de vinte dias para organizar a diretoria do Banco Central. Sugeri os nomes ao ministro Dornelles, e ele não recusou nenhum. Portanto, a diretoria foi escolhida por mim. Não que eu tenha exigido, mas disse ao ministro Dornelles que gostaria de indicar alguns nomes, e ele aceitou todos que indiquei. Alguns nomes vieram do próprio Banco Central.

*Quando o doutor Langoni presidiu o Banco Central, o senhor lhe prestou assessoria?*

Sim. Da mesma forma que fui consultor de instituições financeiras, antes de ir trabalhar no Banco Boavista, também dei consultorias para organismos internacionais como o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE). Fiz alguns trabalhos escritos ou participei de conferências. E também fui consultor do Banco Central do Brasil. Na época, o professor Langoni pediu-me alguns trabalhos, todos vinculados àquele convênio com o Centro de Estudos Monetários Internacionais da FGV.

Em 1979 e 1980, cheguei a acompanhar o presidente do Banco Central e alguns diretores em 2 ou 3 viagens a conferências internacionais, para ajudar a escrever textos, preparar discursos, esse tipo de coisa, sempre com ênfase na política monetária internacional.

*O ministro [Ernane] Galvêas afirmou que a área econômica do governo Figueiredo estava muito tranquila quanto à transição, porque seriam mantidas as linhas básicas da política econômica, ou seja, contenção dos gastos, acordos internacionais etc. Do lado do governo democrático, qual era a expectativa?*

O Brasil vivia um momento gravíssimo, do ponto de vista do balanço de pagamentos, na medida em que, desde 1983, não havia relações voluntárias com a comunidade financeira internacional. Era um problema complicado. O balanço de pagamentos não podia ser ajustado normalmente por meio de fluxo de capitais porque o Brasil perdeu o relacionamento voluntário, por razões que não cabe aqui analisar. Então, nesse aspecto, as coisas não estavam perfeitas.

Contudo, é preciso reconhecer que o ano de 1984 representou uma virada muito importante na política econômica, e a situação caótica de 1983 havia sido revertida. Um dos piores anos da economia brasileira foi 1983: inflação altíssima, recessão profunda e crise do balanço de pagamentos. No ano seguinte, a situação da inflação já não era tão grave, a economia voltou a crescer, a situação do balanço de pagamentos já estava um pouco mais controlada. A

verdade é que o primeiro governo da Nova República<sup>4</sup> pegou uma situação razoavelmente confortável nesse aspecto. Não totalmente, porque o relacionamento com o mundo financeiro internacional era inteiramente anormal; não havia acordo com o FMI, não havia nada. Uma série de coisas teria que ser feita naquele ano de 1985 para tentar normalizar a situação.

*Galvêas afirma, por exemplo, que o FMI só não fechou o acordo porque temia a transição política. Fazia parte dos planos do ministro Dornelles completar o acordo com o Fundo?*

Com certeza. Hoje é difícil lembrar o que mais fazia parte dos planos, porque nada disso aconteceu.

*O senhor recebeu mandato para se preparar para a negociação com o FMI?*

Não houve tempo para esse nível de detalhamento, porque não chegamos a tomar posse com o presidente Tancredo, que era com quem essas conversas detalhadas deveriam ter acontecido. Havia uma percepção de que a situação macroeconômica do país não era tão ruim quanto dois anos antes, mas que havia necessidade de normalizar as relações financeiras com o resto do mundo, e isso envolvia, entre outras coisas, fazer algum tipo de acordo ou relacionamento especial com o FMI. Isso estava bastante claro nas conversas iniciais.

*Como aconteceu sua posse na presidência do Banco Central?*

Em condições absolutamente anormais, por causa da doença do presidente Tancredo Neves. Pessoas como eu, que não pertenciam ao círculo familiar nem ao círculo político, não tinham a menor noção da gravidade da doença e estávamos nos preparando normalmente para a posse no Banco Central – cerimônia, discurso –, quando veio a notícia de que a situação era muito mais grave do que se imaginava.

Do ponto de vista puramente formal, o presidente do Banco Central tomou posse normalmente, o ministro da Fazenda tomou posse

---

<sup>4</sup> Nova República é o período da história do Brasil que tem início em 1985, com o processo de redemocratização.

normalmente, e a vida seguiu razoavelmente normal durante um mês e pouco, até 21 de abril. Durante esse período, ainda havia a sensação de que o desfecho não seria necessariamente a morte do presidente. Foi um período de expectativa, em que muito pouco se fez, a não ser um trabalho de manutenção, tanto no sentido interno quanto externo. A situação externa não estava definida; era preciso manter certo relacionamento com os bancos internacionais, porque o país só funcionava na medida em que eles conservassem abertas as linhas de curto prazo para financiar o comércio. Internamente, o trabalho de manutenção tentava evitar que a inflação explodisse por motivos políticos ou mesmo econômicos.

*Em fevereiro, antes mesmo da posse, dois bancos tinham sofrido intervenção: o Sulbrasileiro e um outro.*

Pois é, além do plano macroeconômico, havia as outras atividades do Banco Central. No ano de 1985, talvez a questão fundamental fosse a relativa fragilidade do sistema bancário. Essa nova diretoria, que assumiu em março de 1985, pegou o problema pelo meio, porque já haviam ocorrido algumas intervenções. No primeiro dia da nova diretoria, houve necessidade de intervir em mais um banco, relativamente pequeno, mas conhecido: o Brasilinvest.

*Normalmente se imagina que, em ambiente de inflação alta, os bancos conseguem recursos expressivos.*

É verdade. Sinal de que houve gravíssimos problemas de gestão nesses casos. Cada caso é um caso. Não me lembro de detalhes, mas se tratava basicamente de créditos e empréstimos mal concedidos, que pelo volume, mesmo com inflação alta, aqueles bancos não conseguiram neutralizar a perda de recursos.

*Com a morte do presidente Tancredo Neves e a posse definitiva de José Sarney [de Araújo Costa] na Presidência da República, o senhor tinha expectativas de permanecer no Banco Central?*

Para mim e para os diretores do Banco, ficou bastante claro que, com o novo presidente, nossa situação não era sustentável no longo prazo. Pode-se até discutir se nossa percepção coincidia com a do ministro

da Fazenda. Algumas pessoas talvez considerassem que poderiam ser mantidos o ministro da Fazenda e o presidente do Banco Central, mas nós tínhamos a nítida percepção de que o prazo de nossa tarefa havia encurtado bastante. Evidentemente, como profissionais e brasileiros, trabalhamos cada dia daquele período como se fosse uma eternidade, mesmo com as limitações naturais advindas dessa situação anormal, em que o ministro da Fazenda não tinha sido escolhido pelo presidente. Procuramos fazer um trabalho profissional, o mais correto possível, mesmo sabendo que aquilo duraria muito pouco. Na minha opinião, durou até mais do que eu esperava; ficamos até o final de agosto de 1985, não me lembro bem do dia.<sup>5</sup>

*O que motivou a mudança foi a taxa de inflação de agosto?*

Minha interpretação é que já estava decidido que haveria a mudança há tempos, só faltava o pretexto. Sabíamos que, em algum momento, apareceria uma justificativa qualquer, podia ser um dado macroeconômico ou um fato político; tenho a impressão de que houve um fato político, mas não quero me estender porque não me lembro de detalhes. Aparentemente a segunda pessoa depois do ministro Dornelles, o Sebastião Marcos Vital, secretário-geral do Ministério, fez declarações públicas que não agradaram. Isso foi aproveitado para se criar um caso.

O ministro Dornelles e eu nos reunimos com a diretoria do Banco Central e decidimos: “Vamos pedir demissão, porque não queremos ter o desprazer de ser demitidos daqui a um mês”. Pedimos demissão, sabendo que, mais cedo ou mais tarde, todo esse grupo seria demitido. Essa era a minha visão realista das coisas. E era natural que o presidente da República tivesse seu ministro da Fazenda e sua equipe do Banco Central. Era o movimento mais natural do mundo.

*Quer dizer, então, que não se chegou nem mesmo à mínima formulação de política econômica?*

De jeito nenhum. Fizemos apenas um trabalho de manutenção, razoavelmente bem feito, profissional.

---

5 O Decreto de Exoneração é datado de 26 de agosto de 1985.

*O senhor chegou a viajar ao exterior?*

Várias vezes. Logo que tomei posse, houve a reunião do BID. Pedi a um diretor, Sérgio [Silva] de Freitas, que comparecesse, porque eu tinha acabado de assumir e a cabeça estava cheia. Logo depois, fui à reunião do Comitê Interino do FMI, em Washington. Fiz ainda várias viagens para conversas de manutenção de linhas com credores internacionais.

*Internamente, quais foram as principais atividades daquele período?*

Como eu disse, tentar evitar o agravamento da situação do sistema bancário brasileiro: alteramos o compulsório, a autorização de troca de crédito dentro das instituições. Havia bancos em dificuldades, e isso era público e notório: particularmente, o Banco do Comércio e Indústria de São Paulo S.A. (Comind), Auxiliar e o Maisonnave.<sup>6</sup> O Banco Central fez, na época, a opção possível do ponto de vista legal, considerando a situação do patrimônio das instituições. Infelizmente não foi possível dar-lhes suporte para recuperação, e a diretoria que nos sucedeu precisou levá-los à liquidação.

Considero que nossas maiores preocupações, no curto período em que administramos a política econômica, foram não deixar o sistema bancário explodir, tomando algumas medidas de alívio, e realizar um trabalho de manutenção com a banca internacional. Em termos de política econômica, houve uma decisão – correta, na minha opinião – de utilizar com grande intensidade a taxa de juros. É até irônico lembrar que fomos criticadíssimos à época, porque fixamos a taxa de juros em 16%, 17% ao ano. Hoje esse número é ridículo. Houve uma combinação que deu certo, mas que eu não repetiria, de controle de preços e juros muito altos. Isso impediu uma explosão inflacionária.

*Pelo que estamos vendo, havia algum tipo de plano, um programa de controle de preços.*

Foi uma decisão de política econômica, na tentativa de manter as coisas mais ou menos como estavam. De novo, trabalhava-se, dentro

---

6 O Banco Comind, o Banco Auxiliar de São Paulo e o Banco Maisonnave sofreram intervenção extrajudicial pelo Banco Central do Brasil em 19 de novembro de 1985.

do possível, cada dia como se fosse uma eternidade. Mas sabíamos que não seria muito longa. Com o episódio do Sebastião Marcos Vital, decidimos pedir demissão. Havia a percepção clara de que o presidente da República gostaria de ter seu próprio time.

## Capítulo 4

### Retorno ao Setor Privado

*Ao sair do Banco Central, o senhor retornou ao Banco Boavista?*

Sim. Foi uma espécie de retorno à normalidade porque, no meu caso, a anormalidade foi ter ido para o governo. Nunca fui uma pessoa do setor público, sempre pertenci ao setor privado. Voltei para o Banco Boavista, mas agora como diretor-geral. Além disso, retornei também às atividades de professor de economia na EPGE da FGV. Voltei ao que era, minha vida mudou muito pouco.

Fiquei no Banco Boavista até 1991, quando vim para o Banco Liberal, onde estou até hoje.<sup>7</sup> Nesse período, passei a acompanhar, como cidadão brasileiro e como banqueiro, as mudanças econômicas, essa série de experiências interessantes, mas complicadas, posteriores à nossa passagem pelo governo.

*A força do grupo mais heterodoxo já era perceptível, na disputa interna de poder, mesmo no seu tempo de Banco Central?*

Já, algum tempo antes. Ainda em outubro de 1984, fui à reunião do FMI, na qualidade de banqueiro privado brasileiro que costuma frequentar esses encontros. Olavo [Egídio de Sousa Aranha] Setúbal, do Banco Itaú, que já era candidato a ministro de Tancredo Neves, convocou economistas e pessoas como eu, com dois chapéus, para discutir problemas inflacionários – lembro que André Lara Resende, Pêrsio Arida e outros estiveram presentes. Já era possível perceber uma influência muito grande desse tipo de pensamento, desse tipo de ideia, que naquela época estava sendo vendida ao candidato a presidente. Houve uma tentativa óbvia, consistente, desse pessoal que acreditava na ideia de inflação inercial, de influenciar Tancredo

---

<sup>7</sup> A entrevista foi realizada em 25 de maio de 1999.

Neves nessa direção, por meio do Olavo Setúbal. Isso ficou muito claro para mim já naquela época.

*Então, a nomeação de Francisco Dornelles como ministro da Fazenda adquire outro sentido.*

Exatamente, foi uma opção bastante conservadora. O que não quer dizer, em defesa dessas pessoas, que o que acabou sendo realizado em fevereiro de 1986, o Plano Cruzado, tenha sido o produto ideal que eles imaginaram; essa é outra discussão. Mas o fato é que, no final de janeiro de 1985, quando Tancredo Neves já tinha sido eleito presidente, tentaram convencê-lo diretamente a adotar algum plano heterodoxo, mas ele optou por não fazer. Ou seja, escolheu uma solução nitidamente conservadora: “Não vou fazer um negócio que não está nos livros”. E, de fato, não fez.

Nesse aspecto, a opção pelo Dornelles, por nós, pode ser caracterizada como conservadora no sentido mais puro da palavra, não como sinônimo de retrógrada, mas: “Vou chamar pessoas que fazem políticas econômicas mais no ‘feijão com arroz’ do que coisas muito ousadas”. Sem a menor dúvida, isso é verdade.

*A coesão da equipe também devia ser problemática, pois no Ministério do Planejamento estava João Sayad, que não partilhava essa visão mais conservadora.*

Exatamente. Acho que a nomeação do Sayad teve esse sentido: a escolha de alguém que não era tão conservador, para ficar “buzinando” umas novidades. Na minha opinião, o presidente Tancredo Neves quis deliberadamente estimular o debate, manter opções em aberto. Não vou exagerar, dizendo que isso não atrapalhou nada; foi um período muito curto, mas era evidente que incomodava, gerava discussões.

*Uma das noções mais repetidas é a necessidade de uma harmonia entre Fazenda e Planejamento para a boa condução da política econômica.*

Pois é. Acho que ainda foi reflexo do bom relacionamento entre o Roberto Campos, no Planejamento, e o doutor Bulhões, na Fazenda, durante o governo Castelo Branco.

*Como o doutor Tancredo teria imaginado manter o convívio de duas visões tão diferentes?*

Espero que ele tenha concebido isso como uma opção de curto prazo. Para não concluir que, mesmo que ele não morresse, as coisas iriam dar errado porque havia, de saída, dois ministros completamente antagônicos, gosto de pensar que não era bem isso, mas que ele abriu a opção do debate e, ao longo do tempo, perceberia que essa situação era absolutamente insustentável. Se o presidente Tancredo Neves tivesse ficado seis anos,<sup>8</sup> não se pode afirmar se teria dado certo ou errado, em função de ter escolhido de saída dois ministros com pensamentos diferentes. Mas não há dúvida de que foi um pouco complicado, pois era óbvia a divisão.

Ali o problema era quase regional: havia um grupo de paulistas no Ministério do Planejamento e um grupo de cariocas no Banco Central e no Ministério da Fazenda. Não é que houvesse alguma grande rivalidade, mas cada um convidava para o seu ministério pessoas conhecidas. Na minha diretoria do Banco Central, por exemplo, havia pessoas que se conheciam há muitos e muitos anos. Da mesma forma, o ministro Sayad deve ter levado para o governo pessoas de sua confiança. O fato é que o ministro Dornelles se demitiu, eu me demiti, e o ministro Sayad continuou. Agora, que vertente o presidente Tancredo Neves escolheria, nunca saberemos.

*Retomando sua trajetória, o senhor voltou para o Banco Boavista assim que saiu do governo.*

Sim. Passei a diretor-geral do banco e continuei com as atividades de professor na EPGE. Em 1991, fui convidado para ser sócio de um pequeno banco brasileiro, o Banco Liberal. Considerei o desafio muito interessante e aceitei. Desde então, sou sócio-diretor do Banco Liberal, que mais recentemente, nos últimos dois anos, transformou-se em um banco estrangeiro. Passamos a ter um sócio majoritário, o *Bank of America*.

---

8 A duração de seis anos para o mandato presidencial foi uma das medidas determinadas pelo Pacote de Abril de 1977. Durante os trabalhos da Constituinte de 1987/1988, acordou-se o mandato de cinco anos. Durante a revisão constitucional de 1993, o mandato presidencial foi reduzido para quatro anos e, em 1997, emenda constitucional adotou o instituto da reeleição para mais um mandato subsequente.

# Índice Onomástico

A	
ARIDA, Persio	38

  

B	
BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira	20, 21
BRAGANÇA, João Maria José Francisco Xavier de Paula Luiz Antonio Domingos Rafael de v Dom João VI	13
BRANDÃO JÚNIOR, Carlos Orleans	21, 22, 29
BULHÕES, Octavio Gouvêa de	14, 15, 21, 24, 39

  

C	
CAMPOS, Roberto de Oliveira	39
CASTELO BRANCO, Humberto de Alencar	29, 39
CASTRO, Paulo Rabello de	20, 21
CHACEL, Julian Alfonso Magalhães	19, 20, 21
COSTA, José Sarney de Araújo v Sarney, José	10, 34
CYSNE, Rubens Penha	21

  

D	
DANTAS, Daniel Valente	21
DORNELLES, Francisco Oswaldo Neves	27, 31, 33, 35, 39, 40

  

F	
FIGUEIREDO, João Baptista de Oliveira	32
FREITAS, Sérgio Silva de	36
FRIEDMAN, Milton	24

  

G	
GALVÊAS, Ernane	32, 33
GOMES JUNIOR, Eduardo da Silveira	22
GUDIN, Eugênio	21

  

H	
HADDAD, Cláudio	20, 21

  

K	
KAFKA, Alexandre	9, 14, 15, 16, 17, 18, 19, 46
KERSTENETZKY, Isaac	21
KOGUT, Edy Luiz	21

**L**

LAGO, Luiz Aranha Corrêa do Lago	20, 21
LANGONI, Carlos Geraldo	19, 20, 21, 26, 27, 32
LEAL, Carlos Ivan Simonsen	21
LEME, Rui Aguiar da Silva	18
LEMGRUBER, Fernando José Ramos	13
LEMGRUBER, Flávia	16
LEMGRUBER, Maria Eduarda	16
LEMGRUBER, Maria Ivone	16
LEMGRUBER, Maria Mercedes Braga	13
LEWINSOHN, Richard	20
LIRA, Paulo Hortêncio Pereira	9, 17
LOYOLA, Gustavo Jorge Laboissière	21

**M**

MACHADO, Lineu de Paula	22
MONTELLO, Jessé de Souza	21

**N**

NETTO, Antônio Delfim	14
NEVES, Tancredo Almeida	9, 13, 33, 34, 38, 39, 40

**R**

RESENDE, André Pinheiro de Lara	21, 38
RIBEIRO, Casimiro Antônio	9, 17

**S**

SARNEY, José v Costa, José Sarney de Araújo	10, 34
SAYAD, João	39, 40
SCHEICKMANN, José Alexandre	16
SETÚBAL, Olavo Egídio de Sousa Aranha	38, 39
SIMONSEN, Mário Henrique	19, 21

**T**

TAVARES, Maria da Conceição de Almeida	15
--	----

**V**

VELLOSO, João Paulo dos Reis	14
VITAL, Sebastião Marcos	35, 37

**W**

WERLANG, Sergio Ribeiro da Costa	21
----------------------------------	----





**BANCO CENTRAL  
DO BRASIL**

**(...) ESCREVI UMA TESE SOBRE INFLAÇÃO,** comparando experiências inflacionárias em vários países, com destaque, evidentemente, para o Brasil. Fui influenciado por vários professores americanos, mas talvez uma das influências mais importantes tenha sido mesmo a do professor Kafka que, inclusive, foi meu orientador. (...) Naquela época, período do “milagre” econômico, dizia-se que o Brasil estava crescendo muito rápido. Na tese, eu procurava demonstrar que o milagre não era esse, pois era quase natural o país crescer tanto depois de uma recessão tão profunda; o milagre era não ter havido inflação nesse período.

**ANTÔNIO CARLOS LEMGRUBER**

Ex-Presidente do  
Banco Central do Brasil