

Coleção

História Contada do
Banco Central do Brasil

XX

Persio Arida

Coleção

História Contada do
Banco Central do Brasil

Brasília • 2019

Coleção

História Contada do
Banco Central do Brasil

XX

Persio Arida

Ficha Catalográfica elaborada pela Biblioteca do
Banco Central do Brasil – v. 20

Banco Central do Brasil

Persio Arida / Banco Central do Brasil – Brasília : Banco Central
do Brasil, 2019.

96 p. ; 23 cm – (Coleção História Contada do Banco Central do
Brasil; v. 20)

I. Banco Central do Brasil – História. II. Entrevista. III. Arida,
Persio. 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

Ao iniciar o curso de graduação em Economia Universidade de São Paulo (USP), a atração pelas aulas de modelagem econômica foi essencial para que o paulistano Persio Arida se engajasse na vida acadêmica. Atuou como professor na USP e na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), chamando a atenção de diferentes governantes devido a suas ideias e interpretações dos problemas nacionais.

O economista foi convidado a assumir uma diretoria do Banco Central durante o mandato presidencial do general João Figueiredo, quando Antônio Delfim Netto guiava a economia e Affonso Celso Pastore, a autoridade monetária. Arida, porém, declinou da proposta.

Em parceria com o amigo e também economista André [Pinheiro de] Lara Resende, foi responsável pela criação de uma proposta de estabilização monetária que ficou conhecida como “Larida” – junção do sobrenome dos dois. A iniciativa começou a se tornar conhecida ao final de 1984. Durante a presidência de [José Ribamar Ferreira da Costa] Sarney, Arida atuou como secretário de Coordenação Econômica e Social do Ministério do Planejamento e como diretor da Área Bancária do Banco Central. Nos dois cargos, participou ativamente da elaboração e da implementação do Plano Cruzado.

Em 1993, Arida foi nomeado presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Na ocasião, o presidente Itamar Franco e o ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso lideravam o processo de desestatização, e o BNDES era o órgão responsável pelo planejamento e execução dos leilões de venda de empresas estatais.

Quando Fernando Henrique Cardoso assumiu a presidência da República, após vencer as eleições realizadas em 1994, Arida aceitou assumir a presidência do Banco Central do Brasil (BCB). Permaneceu no cargo por cinco meses, período em que houve a consolidação do Plano Real.

No âmbito do *Projeto Memória do Banco Central do Brasil*, Persio Arida foi entrevistado pela equipe do Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil da Fundação Getúlio Vargas (CPDOC/FGV) em março de 2016, junho de 2016 e maio de 2017. As entrevistas concedidas por Arida detalham sua trajetória acadêmica e intelectual, seus aprendizados ao participar da elaboração e implementação de planos de estabilização monetária e os desafios que enfrentou como presidente do BNDES e do Banco Central.

As entrevistas realizadas com ex-presidentes e ex-diretores do Banco Central em 2016 e em 2017 resultam da retomada do *Projeto Memória do BCB*. Em 1989, o BCB e o CPDOC/FGV firmaram convênio para desenvolver o projeto *A Criação do Banco Central: primeiros momentos*, com o objetivo de estudar, por meio da realização de entrevistas de história oral, a criação e a organização da Instituição, que no ano seguinte completaria 25 anos. No início da década de 1990, foram lançados os livros com os depoimentos de Octavio Gouvêa de Bulhões, duas vezes diretor-executivo da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc) e ministro da Fazenda entre 1964 e 1967, e de Denio Nogueira, primeiro presidente do Banco Central. Em um segundo momento, foi colhido o depoimento de Alexandre Kafka, diretor-executivo do Fundo Monetário Internacional (FMI) – figura de grande importância para a compreensão do relacionamento do Brasil com a comunidade internacional. O projeto foi retomado ainda em 1995 e em 1997, quando mais algumas entrevistas foram realizadas. Todos os depoimentos foram editados e compõem, agora, a *Coleção História Contada do Banco Central do Brasil*.

A reconstituição da construção do Banco Central do Brasil por meio da história oral relatada por seus atores permite não apenas complementar as informações existentes nos documentos publicados e nos estudos já realizados, mas também colher as avaliações, os dilemas e as escolhas e as influências de sua formação familiar, acadêmica e de suas redes de relacionamentos, 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.

Sumário

Introdução, 9

Capítulo 1: O Interesse pela Economia, 13

Capítulo 2: A Proposta Larida, 20

Capítulo 3: O Aprendizado com o Plano Cruzado, 26

Capítulo 4: A Experiência no BNDES, 36

Fotos, 41

Capítulo 5: Os Cuidados com o Plano Real, 61

Capítulo 6: A Institucionalização da Política Monetária e os Bancos Estaduais, 72

Capítulo 7: A Flutuação do Câmbio e o Banco Nacional, 77

Capítulo 8: Acusações e Considerações, 85

Capítulo 9: A Sabatina e a Independência do Banco Central, 88

Índice Onomástico, 91

Capítulo 1

O Interesse pela Economia

Gostaríamos de começar perguntando sobre sua trajetória acadêmica e seu interesse pela área de Economia.

A Economia surgiu mais tarde na minha vida. Comecei estudando História na Universidade de São Paulo (USP), mas não me dei muito bem e acabei desistindo. Então, me interessei por Filosofia e, depois, Matemática. Demorou bastante tempo para eu me formar. Comecei a fazer Economia e também já estava quase desistindo, quando um professor de microeconomia nos explicou o que era um modelo, e entendi na hora do que se tratava porque tinha, digamos assim, um *background* em filosofia da ciência e era razoavelmente bom matemático. Achei interessante usar o rigor de uma modelagem para algo que tinha pertinência com o processo histórico. Então, curiosamente, todos os meus interesses foram reunidos, justamente quando estava prestes a abandonar a faculdade de Economia. Isso mostra como essas coisas são fortuitas. Tudo isso aconteceu no meu primeiro ano de faculdade e, então, resolvi seguir carreira como economista.

O senhor se lembra do nome desse professor?

Chama-se Manolo¹ e está na USP até hoje. No segundo ano da faculdade, era possível tornar-se monitor do departamento, e havia um professor argentino, Ruben Dario Almonacid, doutor por Chicago, que ensinava economia monetária e que gostou de mim. Eu também gostava dele e fui seu monitor. Foi nessa época que me apaixonei por Economia. A biblioteca da USP tinha um excelente acervo de Economia, como a coleção completa da *American Economic*

¹ Manuel Enriquez Garcia (1948), também conhecido como Manolo. Economista, mestre e doutor pela USP, onde ainda leciona.

Review. Além disso, o estudante podia entrar na biblioteca, ver as estantes e folhear os livros. Passava as tardes fazendo isso. Além de frequentar a biblioteca, também comecei a assistir a algumas aulas do mestrado, mesmo estando ainda na graduação. Ibrahim Eris foi um de meus professores no meu mestrado não oficial. Ibrahim Eris tinha acabado de chegar dos Estados Unidos e dava aulas em inglês. Além do Almonacid e do Ibraim, tive também a orientação do Raul Ekerman. Raul dava aulas de história do pensamento econômico, um tema que sempre me interessou.

Quando ainda estava no terceiro ano, o Almonacid chegou à conclusão de que eu não precisaria terminar a graduação. Deveria fazer o doutorado em Chicago antes mesmo de terminar a graduação para não perder tempo. Cheguei a aplicar para Chicago. [Lawrence] Larry Sjasta foi o professor que fez o *review* da minha aplicação e fui aceito. Meu pai, no entanto, ponderou a favor de eu terminar o curso de graduação para ter o diploma universitário. Seria a maneira de escapar de uma prisão comum se viesse a ser preso de novo. O argumento dele me convenceu – eu já havia sido preso anteriormente em virtude de minhas atividades contra o regime ditatorial, e ter direito a uma prisão especial era um argumento de impacto para mim. Declinei da oferta de Chicago para poder me formar pela USP.

Terminada a graduação, resolvi pular o mestrado e aplicar diretamente ao doutorado. Fiquei em dúvida entre as duas Cambriges – entre o MIT [*Massachusetts Institute of Technology*] na Cambridge norte-americana e a Universidade de Cambridge na Grã-Bretanha. Na época, havia uma grande controvérsia sobre a teoria do capital entre Cambridge-US e Cambridge-UK. Hoje, a controvérsia já está superada.

Pode discorrer sobre essa controvérsia?

O que se chama capital é uma variável, do ponto de vista do valor, homogênea; mas, do ponto de vista físico, não é homogênea. Em determinados modelos, o equilíbrio de preços relativos não é endogenamente determinado. Ou seja, seria impossível construir uma medida agregada do estoque de capital, a menos que se introduzisse um elemento *ex machina* para determinar os preços relativos. Nos

modelos de Cambridge-UK, esse elemento era a relação salários/lucro. Minha pesquisa da Fapesp [Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo], ainda na faculdade, era sobre o modelo de Sraffa.² Na Cambridge-US, considerava-se que essa condição era desnecessária. Daí a denominação de controvérsia da teoria do capital.

Para o MIT (Cambridge-US), eu sabia como me candidatar: bastava fazer os exames e ter as cartas de recomendação. Para a Cambridge-UK, no entanto, teria que escrever um ensaio. Eu não sabia nem como começar a fazer isso e não tinha nenhuma informação sobre a natureza do ensaio. O que se esperava dele? Celso Furtado me aconselhou a ir para a Grã-Bretanha, mas como ele também não sabia como escrever o tal do ensaio, resolveu me apresentar uma pessoa que poderia me ajudar. Era um sociólogo, cassado pelo AI-5 [Ato Institucional 5], recém-chegado do Chile e que estava trabalhando no Cebrap [Centro Brasileiro de Análise e Planejamento]. Fiquei intrigado. O que um sociólogo teria a me dizer sobre o ensaio exigido para ser aceito para o doutorado em economia em Cambridge? A resposta do Celso Furtado foi engraçada: “O que ele tem a dizer a respeito eu não sei, mas ele sabe de tudo. É bom você conversar com ele”. Foi quando conheci o Fernando Henrique Cardoso. De Cambridge em si falamos pouco, mas a conversa foi ótima. Ao final, me decidi pelo MIT.

O senhor já tinha algum interesse pelo marxismo nessa época?

Sempre tive. Fui marxista quando mais jovem e, mais tarde, dei aulas sobre marxismo em História do Pensamento Econômico na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) e na USP. Ao contrário de muitos economistas, levei a sério a tradição marxista. Suficientemente a sério para dar aulas da matéria e para dizer, com bom conhecimento de causa, que não era marxista.

A ida aos Estados Unidos foi uma experiência determinante na minha vida. Cheguei lá em 1976, ia fazer 24 anos. O MIT é uma escola extraordinária. Foi a primeira vez que estudei fora do Brasil, e a constelação de professores e alunos era única. Foi um

2 Piero Sraffa (1898-1993), economista italiano, fez parte do corpo docente da Universidade de Cambridge do Reino Unido.

desses momentos da história em que há uma fertilidade intelectual extraordinária, feito a geração de 1898 na Espanha. O MIT, para minha sorte, estava em um desses momentos iluminados. Tive aulas com professores extraordinários, como [Paul] Samuelson, [Robert] Solow, [Franco] Modigliani, [Martin] Weitzman e tantos outros. Tive colegas fantásticos. São daquela geração o Mario Draghi, presidente do Banco Central Europeu, Ben [Benjamin Shalom] Bernanke, Kenneth [Saul] Rogoff, Olivier Blanchard e [Lawrence] Larry Summers. Isso só para mencionar as pessoas que, hoje, têm papel de grande relevo no mundo desenvolvido. Todos estudando no MIT ao mesmo tempo, com uma diferença de dois anos a mais ou a menos.

Lá, recebi duas influências importantes. Uma foi Rudiger Dornbusch. Rudy lecionava teoria internacional e teoria monetária e tinha enorme interesse na América Latina. Ele era um *globetrotter*, viajava o mundo inteiro conversando com *policy makers*. Estimulava seus alunos a pensarem em problemas de política econômica. Seu impacto foi enorme sobre toda uma geração. Pedro Aspe, por exemplo, ministro da Fazenda do governo mexicano por muito tempo, foi aluno do Dornbusch. Federico [Adolfo] Sturzenegger, presidente do Banco Central da Argentina, nomeado pelo [Mauricio] Macri, e que fez a flutuação de câmbio recentemente, também foi aluno dele. Como meu interesse por Economia sempre foi mais centrado no saber aplicado do que no saber puro, fiquei fascinado pelas aulas do Rudy. Desdobramentos da teoria que não geravam implicações para *policy* me geravam certa curiosidade, mas não era algo que me tocava particularmente.

Eu sempre tive esse foco muito claro na política econômica. A Economia, para mim, sempre foi, além de um enorme interesse intelectual, que mantenho vivo até hoje, uma maneira de tornar o mundo melhor. Eu me interessava por questões como se uma economia deve ser aberta ou fechada, onde há falha no sistema de mercado, onde há falha de governo. Problemas de integração, por outro lado, que consistiam em estimar a curva de demanda do consumidor a partir de suas escolhas, não me motivavam particularmente porque deles não conseguiria extrair nenhuma implicação de política econômica.

Outras influências importantes que tive no MIT foram Martin Weitzman, Robert Solow, Stanley Fischer e Michael [Joseph] Piore. Edmar [Lisboa] Bacha, que estava em Cambridge naquela época porque casara com a Eliana Cardoso, que estava um ano na minha frente no MIT, me convenceu a sair do padrão de todos os brasileiros e latinos, que faziam só a sequência mínima de econometria, para fazer a sequência completa. Foram quatro semestres de econometria, uma dureza. Terminei, mas depois disso nunca mais rodei uma regressão.

Passados os exames de campo, iniciei a tese. O Piore me indicou para ser assistente de Albert [Otto] Hirschman, professor emérito do Instituto de Estudos Avançados, e eu me mudei de Cambridge para Princeton. Foi uma experiência muito marcante, porque havia ali uma forma de pensar muito diferente da do MIT. Fui seu assistente por um ano.

Hirschman me indicava textos para ler. Eu funcionava como um filtro. Lia os textos e, ao fim da tarde, caminhávamos pelo Instituto e ele me perguntava o que tinha achado de cada texto. Se dissesse alguma coisa muito interessante, ele procuraria olhar o texto; caso contrário, não.

Foi em Princeton que me interessei pela literatura sobre a *bounded rationality* [racionalidade limitada], que mais tarde iria se desdobrar como *behavioral finance*.³ Quando tive que escolher um tema para a minha tese, em vez de fazer uma tese convencional – três ensaios, com modelo e teste empírico –, embarquei em outro caminho: explorar modelos de racionalidade limitada ou heurísticos para melhor entender a inovação tecnológica.

A literatura a esse respeito era restrita naquela época, presumivelmente.

Sim, era restrita, mas, evidentemente, era um campo muito fértil, com novas ideias surgindo a todo momento. Piore se prontificou a ser meu orientador de tese, mas, na prática, minha interação

3 *Behavioral finance*, ou finanças comportamentais, é o estudo de como os investidores interpretam as informações disponíveis e, a partir dessa interpretação, tomam decisões de investimento. Ver LIMA, Murillo Valverde. Um estudo sobre finanças comportamentais. RAE-eletrônica, v. 2, n. 1, jan-jun de 2003.

com ele era praticamente inexistente. Quando a tese ficou pronta, Martin Weitzman, que tinha sido meu professor de microeconomia e fazia parte do comitê de aprovação da tese, se recusou a aprová-la porque considerava que não era uma tese de Economia. O terceiro a examinar a tese, Peter Temin, historiador econômico, me pediu uma série de modificações para tornar a tese passível de aprovação. As modificações eram tantas que era mais fácil abandonar a tese e fazer outra. Fiquei bastante chateado, achei que o MIT tinha uma visão limitada do que era Economia. Voltei para o Brasil sem defender a tese. Muitos anos mais tarde, fiz outra tese para terminar o PhD. Foi um exemplo extraordinário de ineficiência: duas teses de doutorado completamente distintas para obter um único título!

Tornei-me professor da USP, mas, sem o título, minha carreira estava truncada. Precisaria defender uma tese no Brasil para fazer a carreira universitária: professor doutor, livre-docente e titular. Pouco antes, tinha havido uma reforma na USP que criou muitas vagas para professor titular de uma vez só. Todas foram preenchidas pelos professores que já estavam lá, e os novos, como era o meu caso, chegaram ao departamento com as vagas de titular já tomadas e por colegas 5 ou 8 anos mais velhos do que eu. Obviamente eu não chegaria a ser titular antes de duas décadas. Lecionei algum tempo na USP até surgir o projeto de montar o curso da PUC-Rio. Quem falou comigo, inicialmente, foi Edmar Bacha, que tinha o projeto de criar um departamento de Economia que fosse de excelência, voltado para macroeconomia e política econômica. Achei o processo e a ideia ótimos, e eu já estava interessado em inflação que era o problema brasileiro.

Havia três problemas candentes no Brasil naquela época: a inflação, a dívida externa e a distribuição de renda. Distribuição de renda era um tema que, embora fosse politicamente candente, nunca foi do meu interesse. O mundo se dividia entre os que diziam que tinha que crescer primeiro para dividir a renda depois e os que não achavam isso. O corte tinha uma sobreposição política evidente: a principal crítica ao milagre econômico dos anos do Delfim Netto, em sua primeira passagem pelo governo militar, era que tinha concentrado a renda para poder crescer. O que me interessava eram os temas típicos

de macroeconomia como inflação, dívida externa e dívida pública. Comecei a escrever sobre esses temas ainda como professor da USP.

Gostei da ideia de montar praticamente do zero um departamento de Economia. Era um time pequeno – André Lara Resende, Eustáquio [José] Reis, José Márcio Camargo, Dionísio Dias Carneiro, Francisco [Lafaiete de Pádua] Lopes, Marcelo [de Paiva] Abreu, Rogério Werneck, Pedro [Sampaio] Malan, Winston Fritsch –, mas tinha foco em política econômica e na importância de construir uma instituição de excelência. E o pequeno grupo de alunos também era de primeira: Arminio Fraga [Neto], Elena Landau, Gustavo [Henrique de Barros] Franco, Marco Bonomo, Sandra Rios e tantos outros. Do ponto de vista de debate público, a PUC-Rio também se posicionava de forma diferente da FGV ou da USP por ter uma postura aberta crítica do governo militar.

Fiquei por dois anos na ponte aérea. Morava em São Paulo e era professor da USP, mas, uma vez por semana, ia ao Rio para dar aulas na PUC. Em 1981, mudei-me definitivamente para o Rio e outro capítulo da minha vida se iniciou.

Capítulo 2

A Proposta Larida

Logo depois da crise da dívida, editei um livro só com artigos de professores da PUC-Rio. Chama-se *Dívida externa, recessão e ajuste estrutural*.⁴ Escrevi um dos artigos publicados nessa coletânea criticando a forma como o ajuste da dívida estava sendo feito naquele momento.

Qual era seu argumento básico?

Meu argumento era que a melhor alternativa para uma crise no balanço de pagamentos era via preços relativos. A “asfixia cambial”, o nome que, na época, era dado para uma parada súbita de financiamento externo, teria que ser resolvido via desvalorização da moeda. O ajuste via quantidades – ou seja, via redução da demanda agregada doméstica – era de pior qualidade. Meu argumento era que, se um país fizesse uma desvalorização cambial suficientemente grande, não precisaria entrar em recessão. Obviamente isso só é verdade se o endividamento em dólares das companhias for relativamente pequeno. Como tinha havido uma socialização das perdas cambiais, com o governo oferecendo *hedge* cambial para as empresas privadas, a desvalorização tinha dois impactos: aumentava a dívida pública e a inflação, porque funcionava como um choque de oferta.

A discussão sobre como combater a inflação no Brasil dominou as discussões do departamento. O André Lara e o Chico Lopes haviam estimado a curva de Philips no Brasil, mostrando quão severo deveria ser o impacto recessivo em uma economia ultraindexada para fazer a inflação diminuir. A queda do PIB [Produto Interno Bruto], necessária para trazer uma inflação de 200% ao ano para 20% ao ano,

⁴ ARIDA, Persio (org.). *Dívida externa, recessão e ajuste estrutural: o Brasil diante da crise. Coleção Estudos Brasileiros*, 64. Editora Paz e Terra, 1983, 206p.

era avassaladora. Austeridade fiscal e monetária eram necessárias, mas sozinhas não levariam à desinflação acentuada, porque o tranco na economia seria politicamente insustentável.

Houve, naquele momento, um debate muito fértil sobre como combater a inflação. Escrevi um artigo intitulado *Neutralizar a inflação*, com a proposta de ajustar todos os contratos da economia na mesma periodicidade. Contratos mais longos teriam seu período de reajuste encurtado, mas preservando o valor médio real do contrato. Me parecia mais natural ir na direção da indexação completa do que avançar na contramão do movimento. No limite, os desajustes que a inflação provocava no sistema de preços relativos desapareceriam, porque todos os contratos teriam a mesma periodicidade de reajuste. Estariam com reajustes sincronizados. Faltava, no entanto, o pulo do gato: como ir da sincronização à desinflação? Minha proposta era sincronizar todos os contratos, mas faltava o pulo do gato, por assim dizer. Foi quando André teve a ideia da reforma monetária: emitir uma nova moeda na qual todos os contratos pudessem ser denominados. A sincronização iria acontecer voluntariamente e não por imposição legal. Haveria uma natural preferência pela moeda nova que, por definição, teria o valor real constante. No *paper* [artigo acadêmico] escrito em 1983, mais tarde denominado Plano Larida, a moeda indexada foi descrita como tendo paridade 1 com o dólar e valor real constante porque subiria de preço de acordo com a correção monetária. O nome era pouco inspirado para traduzir o conceito: ORTN [Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional] *pro rata die*. No Plano Real, foi batizada como URV [Unidade Real de Valor].

Alternativamente, o Chico Lopes defendeu o chamado “choque heterodoxo”, que de heterodoxia só tinha o congelamento geral de preços como forma de sincronizar os preços. É a metáfora do jogo de futebol: se todo mundo permanece sentado, estão todos na mesma situação; se um levanta, depois o outro, as situações são diferentes. Quando alguém diz “senta!”, todos sentam, e seria possível ajustar a um nível de inflação mais baixo com a mesma constelação de preços relativos. André e eu não gostamos da proposta por causa do congelamento de preços. Uma das vantagens da conversão dos contratos na moeda virtual do Larida era ser voluntária, via livre decisão do mercado.

A ideia de uma moeda virtual paralela já havia sido aplicada em algum país?

Não havia sido aplicada em nenhum país. Era completamente original porque o problema brasileiro era original. Quando manter ativos financeiros em moeda doméstica deixa de ser uma alternativa para preservar seu valor, a economia acaba, na maior parte das vezes, usando o dólar como referência. Foi o que aconteceu na Argentina e na maior parte dos países da América Latina. Mas o Brasil foi original: diante do mesmo problema, a solução foi preservar o valor dos ativos financeiros por meio da correção monetária.

Desde quando vem a indexação? Desde a ditadura? Desde Roberto Campos?

Sim, mas de forma não intencional. A indexação no Brasil começou como uma indexação de impostos. Depois, se transformou em indexação financeira e, por último, tornou-se uma indexação de salários. O que, aliás, diz muito sobre a dinâmica social brasileira. Primeiro o Estado, depois o setor financeiro; o mercado de trabalho vem em terceiro lugar. Em Israel, o único caso similar ao Brasil no uso disseminado da indexação, a ordem foi exatamente a inversa.

Depois da PUC-Rio, mas antes de ir para o governo, passei um tempo em Washington como pesquisador de um dos Centros de Estudos da Smithsonian. John Williamson, professor de teoria do comércio internacional e casado com uma brasileira, morava na época no Rio e dava aulas na PUC. Ele achou a proposta Larida instigante e sugeriu que escrevêssemos um artigo em inglês.⁵ O Larida já tinha sido publicado como um *Texto para Discussão* do Departamento de Economia da PUC-Rio em 1983, mas o Williamson teve a ideia de organizar uma conferência⁶ sobre estabilização na qual convidaria também acadêmicos de outros países que compartilhavam conosco o problema como Israel e Argentina. A conferência viria a acontecer em Washington no segundo semestre de 1984.

5 ARIDA, Persio e RESENDE, André Lara. *Inertial inflation and monetary reform in Brazil*. Artigo preparado para a Conferência *Inflation and Indexation* no *Institute of International Economics*, Washington D.C., em dezembro de 1984. O artigo foi publicado no Brasil como *Texto para Discussão* do Departamento de Economia PUC-Rio. Ver: <http://www.econ.puc-rio.br/publicacao/busca/5/pagina?pagina=28>.

6 Conferência *Inflation and Indexation* no *Institute of International Economics*, Washington D.C., em dezembro de 1984.

Foi nessa conferência que Dornbusch, nosso debatedor, criou o apelido Larida. “Já que vou ter que falar muitas vezes sobre a proposta, vou chamá-la plano Larida juntando L de Lara com Arida”. O nome pegou, embora [Rudiger] Dornbush tivesse feito um comentário crítico sobre a proposta. Curiosamente, Philip Cagan, estudioso das hiperinflações na Europa, fez um comentário que captou a essência do que propúnhamos: “Isso é o padrão-ouro sem ouro”. Cagan argumentou que o Larida iria funcionar porque o importante era ter um padrão estável, com ou sem lastro real.

Havia algum outro brasileiro participando ou comentando artigos nessa conferência?

Não, só André e eu. Havia brasileiros na plateia, mas só nós apresentamos um *paper*. Após esse congresso, a proposta foi difundida e gerou uma enorme polêmica no Brasil.

Quando a ideia da proposta Larida começou a circular na mídia?

A proposta foi muito criticada desde a partida. Diziam que era enganação, uma maneira de escapar da tarefa dura que era fazer o ajuste fiscal. E havia também o argumento de que, na verdade, pioraria o problema: como a economia estaria indexada em um único indexador, haveria diminuição das defasagens, e a inflação poderia ir para o infinito.

Fui para o governo em 1985, quando voltei de Washington. Queria participar da redemocratização do Brasil. Tancredo [de Almeida] Neves morreu e Sarney, o líder da Arena, quem diria, virou presidente. João Sayad tinha acabado de se tornar ministro do Planejamento e me propôs assumir uma secretaria especial para que eu pudesse formular ideias. Virei secretário do Ministério do Planejamento e, depois, fui para o Banco Central como diretor da Área Bancária.

Ainda sobre as críticas ao Plano Larida, há relatos de que Mário Henrique Simonsen havia considerado a proposta interessante, mas acreditava que apenas quando a economia estivesse em hiperinflação pudesse ser aplicada.

O Simonsen já havia feito uma boa modelagem da inércia no Brasil. Achou a proposta interessante, mas a entendia como um facilitador da estabilização quando o Brasil entrasse numa hiperinflação clássica. Apesar disso, foi o único dos economistas famosos da época, fora da PUC-Rio, que a entendeu. Eu me encontrava com ele de quando em quando para almoçarmos, mas a economia, curiosamente, era assunto secundário. O assunto dominante, de longe, era música clássica.

Simonsen era mesmo impressionante. Pouco depois do seminário de Washington, Rudy aproveitou estarmos Simonsen e eu em uma conferência em Cambridge para organizar um debate no MIT sobre o Larida. Modigliani foi o moderador, eu fiz a apresentação inicial e os comentadores eram Simonsen e Larry Summers. Quando terminei a apresentação, Simonsen me surpreendeu começando sua fala dizendo que eu era bom de ter ideias, mas péssimo para explicá-las. E tratou de explicar de novo o Larida para a plateia. Ele era um gênio da didática, explicou melhor do que eu mesmo o havia feito. Larry Summers, por sua vez, fez algumas perguntas para entender melhor e depois vaticinou: “A proposta é inteligente, mas vai falhar. Políticos gostam de gastar. Qualquer solução indolor levará a um novo ciclo de gastos e, aos poucos, a inflação voltará”. Exemplificou o seu argumento com uma blague sobre o problema da inflação em Israel. “É fácil acabar com a inflação em Israel. O governo norte-americano doa dois bilhões de dólares por ano para Israel. Quase todo esse dinheiro é gasto na compra de equipamentos militares. Imagine agora que o Congresso norte-americano fixasse o valor da ajuda não em dólares, mas em shekels. Se houver inflação, o valor real da ajuda diminui e a sobrevivência de Israel fica em risco. Garanto que os políticos israelenses vão ficar subitamente responsáveis em matéria fiscal e a inflação vai acabar”.

Discordei do vaticínio do Larry sobre a volta da inflação no caso brasileiro, dizendo que o ganho de bem-estar social decorrente da estabilidade seria de tal ordem que os políticos apoiariam o programa.

A estabilidade viraria um bem público. Foi o que aconteceu na trajetória do Real: a plataforma modernizante dos liberais da PUC-Rio nos dois governos do FHC teve sucesso porque era apresentada como necessária para manter as conquistas do Plano Real.

Antes de ir para o ministério, já havia um grupo informal discutindo a possível adoção da proposta Larida no novo governo?

Que eu saiba, nunca houve qualquer discussão da proposta Larida antes de 1985. Enquanto o FMI e a maior parte dos acadêmicos e estudiosos defendiam a necessidade de fazer um ajuste recessivo enorme para derrubar a inflação, nós já tínhamos mudado a página. A PUC-Rio foi o único centro em que todos perceberam que o caminho era outro. Políticas restritivas de demanda eram suficientes para reduzir uma inflação de 20% ao ano; diante de uma inflação de 200% ao ano se tornavam condição necessária, mas não mais suficiente.

Capítulo 3

O Aprendizado com o Plano Cruzado

Como mencionei, as discussões sobre estabilização da economia estavam restritas ao ambiente acadêmico, mais exatamente à PUC-Rio, sem interferência ou participação do governo. O que precipitou o Plano Cruzado foram dois eventos: primeiro, uma entrevista de Fernando Henrique no *Jornal do Brasil*; segundo, seu discurso, na condição de líder do governo no Senado, retirando a sustentação política do Sarney. Era evidente que a crise econômica tinha um papel enorme nessa falta de sustentação, e foi isso que levou Sarney a buscar algo que lhe devolvesse popularidade e evitasse o mal maior: o retorno dos militares ao poder. Combater a inflação a sério certamente lhe daria a legitimidade que buscava. O presidente ouviu as ideias e as alternativas. Demonstrou simpatia pelo Larida, mas, se não fosse viável, poderíamos ir adiante com o choque heterodoxo. Delegou a parte jurídica ao [José] Saulo [Pereira] Ramos, consultor-geral da República, amigo e advogado de sua total confiança.

Saulo Ramos se espantou ao ouvir minha exposição sobre a moeda indexada e virtual. Fulminou: é flagrantemente inconstitucional. O Brasil não pode ter duas moedas, argumentou ele, entre outros motivos porque as funções da moeda são indivisíveis.

Fiquei desconcertado. Nunca havia sequer considerado a hipótese de o plano Larida ser inconstitucional. Saulo Ramos, no entanto, foi taxativo, não abriu nenhum espaço para discussão. André e eu, desanimados, reconsideramos a proposta do Chico Lopes por falta de alternativas. A ideia era seguir o plano israelense, que tinha funcionado bem: congelamento por, no máximo, três meses, acompanhado de uma forte contração dos gastos públicos e política monetária apertada. Deveríamos cuidar para que os valores de entrada na nova moeda de salários e demais contratos fossem os valores médios ou de equilíbrio que vigoravam no equilíbrio de alta inflação. O plano deveria ser

neutro do ponto de vista de preços relativos. A âncora cambial seria suficiente para estabilizar os preços nominais e as políticas monetária e fiscal evitariam qualquer excesso de demanda. Era essa a concepção do Cruzado.

A referência a Israel é importante nessa conexão. Israel era a única economia no mundo na qual havia indexação ampla. Era algo entre Brasil e Argentina, onde existia a referência do dólar, mas também havia indexação de salários, com cláusula de 100% de reajuste de acordo com a inflação passada e indexação generalizada de ativos financeiros.

Conversei com o embaixador israelense e passei quinze dias em Israel. Conversei com políticos, lideranças sindicais, excelentes economistas e pessoas do governo. Michael [Peter] Bruno, que viria a ser o presidente do Banco Central de Israel, era amigo meu de longa data. Israel havia implementado, e com sucesso, um choque heterodoxo semelhante ao que o Chico Lopes propunha. Era um congelamento de preços de curta duração, acompanhado de políticas fiscal e monetária restritivas e lastreado num acordo com a Histadrut, a central sindical.

A realidade mostrou que fomos ingênuos quanto ao funcionamento do mundo político. Pode-se combinar com o presidente da República o que se quiser, mas, ao final, a decisão será dele. Quem tem a caneta manda. É tão simples quanto isso. E mais: uma vez lançado o projeto de estabilização, nosso poder de barganha sumiu. O presidente precisava dos economistas para lançar um plano potencialmente crível; a extraordinária popularidade do Plano Cruzado no seu primeiro dia acabou sendo uma armadilha. Na nossa ingenuidade, não atentamos ao fato de que havia eleições do final do ano. O presidente não tinha conhecimento suficiente para captar a importância do ajuste monetário e fiscal; para que se desgastar diante de uma eleição vital para o futuro da democracia? Surfou na popularidade do Cruzado, estendeu o congelamento até as eleições e o ajuste nos fundamentos ficou para o Dia de São Nunca. De nada adiantou a reunião de Carajás, e tantas outras, tentando fazer um ajuste duro num plano que estava aparentemente indo muito bem.

A minha ingenuidade política era de tal ordem que achei que o plano seria mal-recebido pela população. Pouco tempo antes do seu

lançamento, aconteceu a tragédia da nave espacial *Challenger*. O mundo acompanhou ao vivo o lançamento da nave espacial que se desintegrou logo na partida, nove segundos depois da decolagem. Lembro-me de ter pensado: “Vai ser assim com esse plano: da inspiração israelense ao fracasso tropical”.

Antes da implementação do plano, havia um grupo de economistas ligados ao PMDB [Partido do Movimento Democrático Brasileiro] discutindo as questões. Qual era a influência do partido que estava no governo nas decisões sobre a estabilização?

Havia dois grupos no governo: os economistas da PUC-Rio e o grupo da Unicamp, ligado historicamente ao PMDB. Era um amálgama curioso, porque de comum havia muito pouco entre eles. Os economistas da PUC eram chamados de heterodoxos porque discordavam da tese de que apenas políticas fiscais e monetárias contracionistas seriam suficientes para combater a inflação. Melhor dizendo: a contração de atividade necessária para quebrar a espinha dorsal de uma inflação inercial elevada era de tal ordem que qualquer presidente desistiria das políticas contracionistas antes de colher seus frutos. A heterodoxia da PUC-Rio apenas reconhecia a especificidade da inflação brasileira movida a contratos indexados por força de lei. Do outro lado, estavam João Manuel [Cardoso de Mello] e [Luiz Gonzaga] Belluzzo, que pensavam a economia na ótica da economia política, uma mistura de Cepal, Keynes, Kalecki e Marx. Eles eram heterodoxos de verdade. A chance de o grupo funcionar como equipe era nula. Lembro-me da primeira vez que encontrei o João Manuel e pedi que me emprestasse sua calculadora HP. Ele me respondeu: “Persio, no dia em que eu tiver uma HP, pode me internar”. Eu me questioneei sobre em qual mundo deveria viver aquele sujeito que não tinha uma HP. Eu entendia a matriz de pensamento da qual eles vinham, mas uma coisa é discutir na universidade, outra é administrar um plano de estabilização.

O enorme sucesso da implementação do Cruzado foi uma grande surpresa?

Foi sim, mas o plano nasceu quase morto. Sarney, preocupado com a possível rejeição do plano pelo público, acabou autorizando

duas mudanças que foram fatais. Primeiro, um abono salarial que aumentou o nível do salário real na entrada do plano. O conceito de uma reforma monetária neutra do ponto de vista de preços relativos foi jogado fora já na medida provisória do Cruzado. Segundo, quis dar uma garantia de que os salários não perderiam valor real caso o congelamento não vingasse. Foi o gatilho salarial: toda vez que a inflação acumulada desde o início do plano chegasse a 20%, os salários seriam reajustados em 20% automaticamente. Não fazia sentido algum um gatilho, porque desrespeitava o princípio básico da desindexação. E mais: com o gatilho em vigor, as políticas fiscal e monetária teriam que ser ainda mais restritivas do que havíamos planejado para fazer com que o valor crítico de 20% de inflação só fosse atingido num futuro muito distante.

O pior é que, do ponto de vista da aceitação popular, provavelmente tanto abono quanto gatilho eram desnecessários. O programa foi um enorme sucesso de público. Surgiram, na hora, os fiscais do Sarney: hordas de consumidores vigilantes para evitar que os capitalistas inescrupulosos aumentassem os preços na calada da noite. André e eu, liberais de formação, ficamos horrorizados com o estado policial que se seguiu, inclusive com a prisão de empresários. Algo muito errado estava acontecendo, e era preciso acabar com aquela dinâmica o mais rápido possível. Tínhamos combinado um congelamento de três meses, e falei com o André que deveríamos reduzir esse prazo para dois meses.

Os três meses que tinham sido acordados com Sarney não estavam no papel. E, na lógica política e na do futebol, em time que está ganhando não se mexe. As eleições estavam se aproximando, nem Sarney nem PMDB queriam tomar riscos. E o congelamento perdurou de março até novembro!

O ministro Dílson [Domingos] Funaro chegou a ir à televisão afirmando que o congelamento seria efetivo por 90 dias e foi desautorizado pelo porta-voz da República.

Exatamente. Era o que tinha sido combinado e ele, que vinha do mundo empresarial, sabia que nenhum preço pode ser congelado

para sempre. Mas foi desautorizado e teve que silenciar a respeito. A solução para sustentar os preços por mais tempo teria que ser implementar políticas mais restritivas ainda. O que se viu, no entanto, foi o oposto. Tivemos o cuidado de extinguir a conta movimento antes da estabilização e unificar os orçamentos, mas os resultados foram lentos. No caso da conta movimento, demorou oito meses para que o Banco do Brasil conseguisse, de fato, recolher o compulsório como os demais bancos. Porque o Banco do Brasil, por nunca ter tido que recolher compulsório, não tinha um sistema computacional que pudesse calcular sua exigibilidade. Unificar os orçamentos foi outro desafio. Nos deparamos com contas duplicadas e com contas que apareciam apenas parcialmente. Dessa forma, unificar os orçamentos não era simplesmente juntar dois orçamentos. Exigia a compreensão das estatísticas públicas, repensar os conceitos.

E, nessa época, era tudo realizado em papel, não é?

Sim, no papel. Para se ter uma ideia de como a situação era precária, lembro-me de, ao assumir a Diretoria da Área Bancária do Banco Central, ter requerido que todos os bancos que tivessem em sua carteira créditos com avais concedidos pelo Tesouro Nacional informassem o Banco Central a respeito. Caso contrário, os avais seriam cancelados. Evidentemente, eu não tinha poder algum de cancelar os avais, mas era a única maneira de consolidar as estatísticas dos avais do Tesouro. A confusão institucional era tão grande que várias entidades concediam aval em nome do Tesouro e não informavam ninguém a respeito. O Instituto do Açúcar e do Alcool (IAA), por exemplo, avalizava débitos em nome do Tesouro Nacional sem nenhuma contabilidade ou registro e em seu próprio balanço. Aliás, data dessa época outra iniciativa institucional importante: a criação da Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

A precariedade das contas públicas tornava a gestão da política econômica muito difícil. O texto original do Larida é bastante claro: a pré-condição para lançar o programa de estabilização via moeda indexada é zerar o *deficit* público. Mas, na confusão das contas públicas da época, era difícil saber o valor do *deficit* público. Não foi à toa que o Brasil, com o Delfim Netto, assinou sete cartas de

intenção com o FMI em alguns poucos anos. A única forma de ver o que estava acontecendo era abaixo da linha. O efeito de um aumento de impostos era um aperto de liquidez, e o Banco Central tinha que injetar recursos. O efeito de um aumento de gastos era um excesso de liquidez e o Banco Central tinha que enxugar o excesso. A precariedade das contas era assustadora.

Data também dessa época a criação das Letras do Banco Central (LBC). Eu já havia escrito vários artigos alertando quanto ao funcionamento assimétrico do mercado de dívida pública. As corretoras e bancos atuantes nesse mercado compravam títulos indexados do Tesouro e alavancavam seus balanços tomando emprestado do Banco Central. A garantia eram os próprios títulos do Tesouro. A norma vigente permitia alavancagem de até 30 vezes. Quando a correção monetária do mês mais o cupom do papel era maior do que o custo do carregamento, o mercado ganhava muito dinheiro. Quando o inverso acontecia, no entanto, havia uma crise sistêmica, porque quase todos os intermediários não tinham patrimônio para arcar com o prejuízo. Para evitar a crise sistêmica, o Banco Central recomprava os papéis a um preço maior do que o decorrente da correção monetária mais cupom. O resultado era uma periódica socialização de perdas, ou o que chamei de garantia implícita de solvência oferecida a custo zero. E o incentivo para alavancar os balanços ao máximo possível.

André e eu discutimos o que fazer para evitar o prejuízo que essa assimetria causava nas contas públicas. A *duration* efetiva da dívida pública não era dada pela *duration* média dos títulos indexados, tudo se passava como se a dívida fosse diariamente indexada pela taxa de juros. Eu sugeri que o excesso de reservas fosse depositado diretamente no Banco Central. André preferiu enxugar o excesso via LBC, para estimular o mercado de papéis da dívida. O resultado era praticamente idêntico e, como ele era o diretor da Dívida Pública, a solução foi criar a LBC que depois virou LFT [Letra Financeira do Tesouro].

Retomando: o Cruzado nasceu conceitualmente morto, por conta do abono e do gatilho, mas quem selou a morte foi a ausência de políticas fiscal e monetária restritivas.

A taxa de juros deveria ser bem maior, não é?

Esse ponto é curioso. A taxa de juros nominal diante de um congelamento de preços e salários tem que compensar a expectativa de que o congelamento venha a ser desrespeitado. Se ficar abaixo disso, torna-se negativa, e a consequência é o excesso de demanda. Mas, para Dílson Funaro, ministro da Fazenda, o excesso de demanda era um sinal de que o plano estava indo bem. Ele tinha um enorme espírito público, mas sua experiência como empresário vinha da indústria de brinquedos, que tinha tipicamente capacidade ociosa, endividamento elevado e dependia da taxa de câmbio porque sua principal matéria-prima era o plástico. Para ele, a combinação de excesso de demanda, juros muito baixos e câmbio apreciado gerava o incentivo adequado para o aumento de investimentos, porque os lucros aumentavam estimulados tanto pelas vendas maiores quanto pela redução de custos. A demanda criaria sua própria oferta e tudo terminaria bem. Na faculdade, certamente se reprovava um estudante que dissesse que excesso de demanda aumenta o investimento, ampliando a capacidade produtiva da economia que, por sua vez, absorveria o excesso de demanda sem pressão de custos. Mas não adiantava questionar: ele era ministro, e o Banco Central não era independente.

A falta de independência do Banco Central é um capítulo à parte. Basta dizer que diretor do Banco Central não tinha sequer poder de voto nas reuniões do Conselho Monetário Nacional (CMN), que era a autoridade monetária suprema instituída pela Lei 4.595 [de 31 de dezembro de 1964]. Eu ia lá só para ouvir as ponderações dos membros com voto. Votavam o Basa [Banco da Amazônia], o Banco do Brasil, nove representantes do setor privado (bancos, comércio, indústria). Até o IRB [Instituto de Resseguros do Brasil] tinha voto. O Banco Central mesmo só tinha um voto, o do seu presidente. Ao final, até o ministro do Trabalho passou a ter assento e voto. Foi traumático participar daquelas reuniões, mas fundamental quando, na época do Plano Real, reduzimos a composição do CMN para três membros e nenhum deles do setor privado ou fiscalizado pelo Banco Central. Eu sempre tive uma preocupação muito grande com a construção da institucionalidade adequada para a política monetária. Um dos meus maiores objetivos, como diretor do Banco Central, era

extinguir a Diretoria de Crédito Agrícola que existia na ocasião. Era um resquício do velho Orçamento de Crédito que sobrevivia dentro da estrutura do Banco Central.

Voltando ao plano: não podíamos subir a taxa de juros, o problema cambial estava se agravando e o congelamento de preços estava fazendo água por excesso de demanda. Não havia nem a independência de fato, embora não de direito, que viria a ocorrer quando do Plano Real. Por consequência, qualquer anúncio do Banco Central que chocasse com a diretriz política de manter o congelamento não era crível. Em novembro de 1986, Fernão Bracher, aflito com a queda do nível de reservas, fez unilateralmente uma pequena desvalorização da taxa de câmbio. Acabou tendo que sair da presidência do Banco Central e eu o acompanhei.

O André Lara Resende era um pouco mais dramático em relação ao plano, não era? Ele tinha a preocupação de que a equipe econômica fosse linchada caso o plano não fosse bem-sucedido?

Não é que o André era dramático: dramática era a situação. Na minha área, o Banco do Brasil não conseguia acertar o recolhimento do compulsório, e os bancos estaduais ilíquidos, quando não insolventes, sacavam do compulsório, mesmo sob ameaça de intervenção. E a intervenção, por sua vez, era difícil porque era considerada pelos governadores como uma afronta da União aos seus respectivos estados, e o presidente não queria desgaste político. No caso do Banco do Estado do Maranhão, cheguei a tentar uma rota alternativa de pressão. O banco estava negativo em reservas, e a lei me facultava bloquear a remessa do Fundo de Participação do estado. Enviei a ordem de bloqueio ao Banco do Brasil, que era o encarregado do repasse. O presidente do Banco do Brasil gentilmente me telefonou afirmando que não iria cumprir a ordem porque o presidente da República era do Maranhão. Falou que não iria cumprir e cumpriu o que falou. Na área do André, a restrição era mais direta: não subir a taxa-base. Estávamos no Banco Central de mãos atadas, esperando o desastre acontecer.

Lembro-me de uma conversa com o então presidente do Banco Estadual de Alagoas (Produban). O Banco estava negativo em reservas –

e cada dia mais negativo do que no dia anterior –, mas ele rolava automaticamente principal e juros dos créditos que detinha contra os usineiros do estado. Chamei-o a Brasília e dei-lhe um ultimato: “Ou você liquida esses créditos contra os usineiros ou faremos uma intervenção no seu banco e você ficará com seus bens indisponíveis”. Disse a ele que era seu dever fiduciário cobrar os créditos, mesmo que o banco estivesse líquido e solvente. A resposta dele me surpreendeu: “Doutor, o senhor não conhece Alagoas. Se eu tentar liquidar essas pendências, o liquidado serei eu. Então, o senhor pode intervir no banco, porque eu não vou cobrar usineiro nenhum. Pode intervir, a chave do banco é sua. Pode bloquear meus bens, da minha família, da diretoria toda, estou falando pela diretoria toda”. Foi o que acabei fazendo, mas depois de enorme desgaste político dentro do governo.

Minha experiência de Plano Cruzado me ensinou várias coisas. Primeiro, os responsáveis pela estabilização precisam controlar o processo de estabilização na sua dinâmica política. É necessário estruturar o plano em etapas e assegurar o sucesso de cada uma delas antes de partir para a próxima. O ajuste fiscal tem que ser feito antes e não depois. Corrigimos isso no Plano Real. O Banco Central tem que ter independência para colocar a taxa de juros no valor adequado para controlar a demanda agregada. A equipe econômica precisa ter controle da máquina pública ou ao menos dos seus elementos centrais como os bancos públicos. E, como o presidente da República tem a caneta, o único lastro efetivo da estabilização tem que ser a confiança dele na sua equipe.

Segundo, deveria buscar amparo jurídico para ter uma solução que assegurasse que a moeda indexada virtual do Plano Larida fosse constitucional. Não que o Plano Cruzado tivesse que dar necessariamente errado; deu certo em Israel. Mas, uma vez feito um congelamento, a inflação mudou de caráter. Deixou de ser inercial para ser movida a expectativas. Mais precisamente: falhado um congelamento, a inflação se acelerava porque todos os formadores de preço queriam ter gordura quando do próximo congelamento. Foi assim que o Brasil foi de congelamento em congelamento, e todos ineficazes. O próximo plano teria que ser o Larida.

Terceiro, todos os bancos estaduais tinham que ser liquidados. Não foi à toa que esse foi o tema da minha sabatina no Senado e do meu discurso de posse no Banco Central, em 1995. Não adianta intervir, sanear e devolver para a administração estadual; há que privatizá-los ou fechá-los.

Quarto, o Cruzado reforçou minha convicção sobre a importância de construir as instituições corretas. O fim da conta movimento e a criação da Secretaria do Tesouro Nacional foram marcos importantes, mas insuficientes. Era necessário reformar o CMN e assegurar a independência, na prática ao menos, do Banco Central. Isso foi feito no Plano Real. Outro passo importante de institucionalização feito ainda na minha segunda passagem pela instituição, como presidente, foi criar o Copom [Comitê de Política Monetária], com ajuda do Francisco Lopes, para dar mais previsibilidade à política monetária.

Capítulo 4

A Experiência no BNDES

Gostaríamos de falar sobre o Plano Real, que foi um divisor de águas na história do Brasil. Qual foi seu envolvimento na equipe que formulou o plano? Como foi o convite para integrar a equipe?

Conversei com Fernando Henrique quando ele se tornou ministro da Fazenda. O país vinha do trauma do Plano Collor. O horror aos vários e fracassados planos de estabilização levou à percepção de que o importante era fazer o feijão com arroz, um pouco como o Maílson da Nobrega havia feito depois que ele próprio falhou no Plano Verão ou como a gestão do Marcílio Marques Moreira ainda no governo [Fernando Affonso] Collor [de Mello], depois do fiasco do Plano Collor. A convicção geral era que nenhum “truque heterodoxo” – essa era a expressão da época – valeria a pena.

Como já mencionei, conheci Fernando Henrique ainda em 1974, quando estava decidindo sobre meu doutorado. Ele confiava no grupo de economistas da PUC-Rio. Não me entusiasmava, no entanto, elaborar plano de estabilização na condição de assessor. Era uma das lições do Cruzado: sem o controle das grandes máquinas públicas não haveria plano de estabilização que vingasse. Não me interessava nem mesmo voltar a ser diretor do Banco Central: ou eu teria uma posição de controle em alguma instituição importante ou preferiria ficar fora do governo. O Pedro Malan já era presidente do Banco Central. Como não havia nenhuma posição disponível naquele momento inicial do governo Itamar, preferi não ir para o governo.

Só ingressei no governo Itamar quando surgiu a oportunidade de comandar o BNDES [Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social]. O BNDES não tinha uma agenda diretamente relacionada ao Plano Real, exceto pelo programa de privatizações, mas era importante alinhar as diretrizes do banco ao Plano que iríamos

fazer. Durante meu período de BNDES, tinha dupla jornada de trabalho: tinha que tocar o banco no Rio de Janeiro, mas as reuniões da equipe econômica eram em Brasília.

Como o senhor via o BNDES e qual era o papel que o banco deveria ter na economia brasileira?

Eu tinha uma visão muito radical do BNDES. Em primeiro lugar, ele deveria operar como um banco propriamente dito. Os projetos no BNDES eram analisados do ponto de vista do efeito multiplicador sobre o emprego e a renda. Para mim, que vinha do setor privado, era incompreensível um banco que não tivesse um comitê de crédito. Fiz questão de conduzir pessoalmente o comitê no seu início para infundir no banco a cultura de crédito: identificar o colateral do projeto,⁷ analisar a capacidade e riscos da quitação das parcelas do empréstimo. Nos casos em que não estava convencido sobre a garantia oferecida, passei a exigir fiança pessoal dos controladores e cláusulas de *cross-default*. Muitos funcionários do banco ficaram chocados com a ideia de filtrar os projetos antes de mais nada pelo risco de crédito e deixar o mérito do projeto em si para uma segunda etapa. Um dos diretores do banco, que não havia sido nomeado por mim, chegou a dizer que seria ofensivo exigir de um importante empresário de São Paulo fiança pessoal para um de seus projetos apresentados ao banco. Desnecessário dizer que os empresários *habitués* do banco também começaram a me criticar.

Além de exigir que todo projeto passasse pelo Comitê de Crédito, tratei de mudar o conceito do que deveria ser financiado. O critério não deveria ser a quantidade de empregos gerados direta e indiretamente, mas sim a existência ou não de falha de mercado. Mesmo se um projeto fosse viável do ponto de vista das garantias oferecidas, o banco só deveria financiar projetos que, por alguma possível falha de mercado, não tivessem financiamento privado. O primeiro caso que discuti foi o do hotel da Encol,⁸ que depois veio a falir, na Avenida Paulista. Obviamente, financiamento para a construção de um hotel

7 Colateral é um ativo designado ou entregue como garantia de cumprimento de um contrato.

8 A Encol Engenharia, Comércio e Indústria foi fundada em 1961 e chegou a ser considerada a maior construtora da América Latina. Sua falência foi decretada em 1999.

rentável na Avenida Paulista não haveria de faltar. Das duas uma: ou o retorno do projeto tal qual avaliado pelo setor privado era muito baixo ou o grupo já tinha estourado seu limite de crédito junto a bancos privados. Não aprovei o projeto.

Passei a solicitar, caso a caso, que a análise do projeto começasse pela identificação da falha de mercado de crédito que o financiamento deveria suprir. A falha era decorrente de alguma externalidade do projeto? Decorreria da incompletude dos mercados de crédito de longo prazo? Analisar a geração de empregos do projeto era o terceiro passo de aprovação – qualidade do crédito e a identificação da possível falha de mercado o antecediam. Era uma abordagem totalmente diferente da empregada pelo BNDES até então. Como consequência, caiu o ritmo de aprovação de projetos e o banco passou a acumular caixa, comprando títulos do Tesouro Nacional. Fui muito criticado por impedir o banco de alavancar o crescimento do país, tanto internamente quando por empresários.

Para além do contato com empresários, havia demandas políticas para os projetos?

A pressão dos governadores era enorme. O caso mais emblemático foi o do metrô de São Paulo. Certamente se tratava de um projeto meritório, do ponto de vista das externalidades que geraria. Mas por uma restrição legal não se conseguiria apartar parte do fluxo de caixa ou da bilheteria do metrô para pagar a dívida. O risco de crédito era o risco do estado de São Paulo e, naquela altura, o estado de São Paulo estava quebrado. Pensei em pedir uma fiança bancária, mas o Banespa [Banco do Estado de São Paulo], como todos os bancos estaduais, estava em péssima situação financeira. Eu sabia que, se concedesse o financiamento, o dinheiro não retornaria ao Banco – seria mais um item na negociação de dívidas entre os estados e a União.

Minha recusa foi vista como uma afronta ao governador de São Paulo. Como negar recursos a um projeto de que a cidade precisa de fato quando o banco os tem em caixa? E casos como esse se multiplicavam. Depois de passar por situações complicadas e pressões, eu mesmo redigi uma Resolução do CMN proibindo operações de

empréstimo entre bancos federais e estados e municípios, a não ser em circunstâncias excepcionalíssimas. Dali em diante, teria um argumento: não podia emprestar por uma vedação do CMN.

Nesse caso específico do metrô de São Paulo, imagino que o assunto tenha sido levado ao presidente da República, ao ministro de Estado.

O ministro responsável pela área evidentemente queria que a obra fosse realizada, e era aliado do governador. Ambos estavam de olho na popularidade gerada pela inauguração da estação do metrô. Isso é natural numa democracia. Quem não tinha padrinho era o Tesouro Nacional, que detinha – e ainda detém – 100% do capital do BNDES. Meu dever fiduciário era proteger o acionista do banco.

O BNDES sempre foi uma instituição muito poderosa, sempre foi protagonista no cenário nacional, desde sua criação. Como economista, percebe um arranjo institucional melhor para o BNDES, de modo que seja mais independente e não sofra tantas pressões políticas?

O problema não é a existência ou não de independência. A pergunta que se deve fazer é sobre a razão de sua existência. O BNDES foi criado ao final da década de 1950 para contribuir para o financiamento do desenvolvimento do setor elétrico brasileiro. Naquele momento, não havia nenhum outro mecanismo de investimento. O mercado de capitais privados, como se pode imaginar, não existia na década de 1950 e o Estado não tinha capacidade de mobilização de poupança pública para investir no sistema elétrico. Criou-se, então, o BNDE [Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico]. Um banco para alavancar recursos para financiar obras de infraestrutura.

Não havia geração de poupança na economia brasileira?

Havia sim, mas, por razões que aqui não importa analisar, o argumento era que não havia montante suficiente ou apetite para risco suficiente para financiar a infraestrutura. Muita coisa mudou do final da década de 1950 até hoje. O banco deveria se ater às atividades para as quais não há financiamento nem via mercado de capitais nem via o mercado privado de empréstimo. Caso contrário, há o efeito

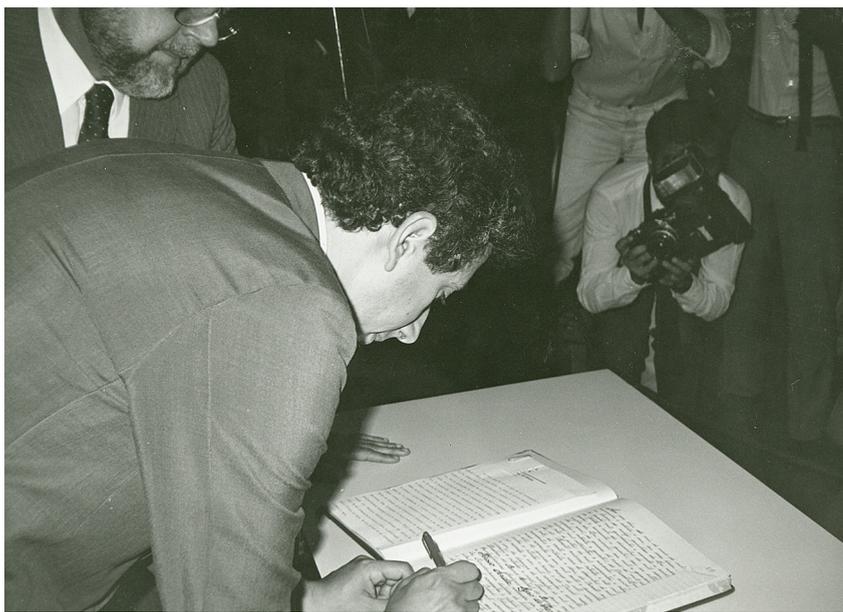
de *crowding out* [efeito substituição], e a economia perde eficiência. À medida que o mercado privado de capitais e de empréstimos se desenvolve, a magnitude relativa do BNDES deveria diminuir. A hipertrofia gerada pelos empréstimos do Tesouro nos governos do PT [Partido dos Trabalhadores] foi uma aberração.

O próprio sistema de *funding* [captação de recursos] do BNDES não faz sentido. O artigo 239 da Constituição vinculou 40% do PIS [Programa de Integração Social] ao financiamento do BNDES. Por lei, a arrecadação do PIS é canalizada para o FAT,⁹ um fundo de natureza contábil, e o FAT, por sua vez, empresta 40% dos recursos recebidos para o BNDES. É mais um exemplo de institucionalidade errada. O artigo 239 deveria ser removido da Constituição, e os usos dos recursos arrecadados pelo PIS deveriam ser decididos na discussão do Orçamento da União.

⁹ O Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) é um fundo contábil, de natureza financeira, vinculado ao Ministério do Trabalho e Emprego, instituído por meio da Lei 7.998, de janeiro de 1990, por ocasião da regulamentação do art. 239 da Constituição Federal, cujos recursos são destinados ao custeio do Programa do Seguro-Desemprego e do Abono Salarial e ao financiamento de programas de desenvolvimento econômico.



Cerimônia de posse do cargo de diretor da Área Bancária do Banco Central do Brasil. Da esquerda para a direita: João Sayad, Fernão Bracher, Helio Ribeiro de Oliveira, André Lara Rezende e José Tupy Caldas. Brasília, maio de 1986



Persio Arida assinando o termo de posse como diretor da Área Bancária do Banco Central do Brasil. Brasília, maio de 1986



Discurso na cerimônia de posse do cargo de diretor da Área Bancária do Banco Central do Brasil. Brasília, maio de 1986



Cerimônia de posse de Persio Arida e de Lycio de Faria como diretores da Área Bancária e da Área de Administração. Da esquerda para a direita: Persio Arida e Lycio de Faria. Brasília, maio de 1986



Cerimônia de posse de Persio Arida e de Lycio de Faria como diretores da Área Bancária e da Área de Administração. Da esquerda para a direita: Persio Arida e Lycio de Faria. Brasília, maio de 1986



Evento de comemoração dos vinte anos do Banco Central. Da esquerda para a direita: Denio Nogueira, Ruy Leme, Ernane Galvêas, Paulo Lira, Carlos Brandão, Persio Arida, Fernando Milliet, Carlos Geraldo Langoni e Fernão Bracher. Brasília, 1985



Ao lado de Francisco Gros, no evento de comemoração dos vinte anos do Banco Central. Brasília, 1985



Em sabatina na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, para presidente do BCB. Da esquerda para a direita: Persio Arida, Jonas Pinheiro e Gilberto Miranda. Brasília, 13 de dezembro de 1994



Em sabatina na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, para presidente do BCB. Da esquerda para a direita: Persio Arida e Jonas Pinheiro. Brasília, 13 de dezembro de 1994



Cerimônia de transmissão de cargo de presidente do Banco Central do Brasil de Pedro Malan a Persio Arida. Da esquerda para a direita: Carlos Eduardo Tavares de Andrade, Alkimar Moura, Francisco Lopes, Persio Arida e Pedro Malan. Brasília, janeiro de 1995



Cerimônia de transmissão de cargo de presidente do Banco Central do Brasil de Pedro Malan a Persio Arida. Da esquerda para a direita: Francisco Lopes, Persio Arida e Pedro Malan. Brasília, janeiro de 1995



Cerimônia de transmissão de cargo de presidente do Banco Central do Brasil de Pedro Malan a Persio Arida. Da esquerda para a direita: Persio Arida, Pedro Malan e Gustavo Franco. Brasília, janeiro de 1995



Cerimônia de transmissão de cargo de presidente do Banco Central do Brasil de Pedro Malan a Persio Arida. Brasília, janeiro de 1995



Cerimônia de transmissão de cargo de presidente do Banco Central do Brasil de Pedro Malan a Persio Arida. Da esquerda para a direita: Persio Arida e Pedro Malan. Brasília, janeiro de 1995



Recebendo os cumprimentos de Paulo César Ximenes. Brasília, janeiro de 1995



Recebendo os cumprimentos na posse.
Brasília, janeiro de 1995



Recebendo os cumprimentos na posse.
Brasília, janeiro de 1995



Recebendo os cumprimentos de Jorge Konder Bornhouse e Lázaro Brandão. Brasília, janeiro de 1995



Comemoração dos 30 anos do BCB. Da esquerda para a direita: Alkimar Moura, Persio Arida, Pedro Malan, Gustavo Franco, Edson Bastos Sabino e Carlos Eduardo Tavares de Andrade. Brasília, 1995



Comemoração dos 30 anos do BCB. Brasília, 1995



Comemoração dos 30 anos do BCB. Brasília, 1995



Comemoração dos 30 anos do BCB. Da esquerda para a direita: Persio Arida e Pedro Malan. Brasília, 1995



Cerimônia de transmissão de cargo de presidente do Banco Central do Brasil de Persio Arida a Gustavo Loyola. Da esquerda para a direita: Persio Arida, Pedro Malan (ministro da Fazenda) e Gustavo Loyola. Brasília, junho de 1995



Cerimônia de transmissão de cargo de presidente do Banco Central do Brasil de Persio Arida a Gustavo Loyola. Da esquerda para a direita: Persio Arida, Pedro Malan (ministro da Fazenda) e Gustavo Loyola. Brasília, junho de 1995



Cerimônia de transmissão de cargo de presidente do Banco Central do Brasil de Persio Arida a Gustavo Loyola. Da esquerda para a direita: Carlos Eduardo Tavares de Andrade, Francisco Lopes, Alkimar Moura, Persio Arida, Pedro Malan (ministro da Fazenda), Gustavo Loyola e Gustavo Franco. Brasília, junho de 1995



Encontro de ex-presidentes no evento comemorativo dos 50 anos do BCB. Da esquerda para a direita: Paulo César Ximenes, Gustavo Loyola, Wadico Bucchi, Fernando Milliet, Persio Arida, Alexandre Tombini, Carlos Geraldo Langoni, Henrique Meirelles, Ernane Galvêas, Arminio Fraga e Gustavo Franco. Brasília, março de 2015

Capítulo 5

Os Cuidados com o Plano Real

Ainda no governo Sarney, o senhor saiu da equipe que lançou o Plano Cruzado? Retomou a elaboração de sua tese?

Eu saí do governo em 1986, acompanhando Fernão Bracher, presidente do Banco Central. O fracasso do Cruzado tinha aspectos óbvios, como mencionei – abono, gatilho, políticas fiscal e monetária expansionistas, a manutenção do congelamento até ganhar as eleições –, mas havia um que me intrigava: a explosão da demanda agregada logo no primeiro dia de lançamento do plano. Houve um aumento de salário real, o que explicaria parte do fenômeno. Havia a possibilidade de que o congelamento não fosse crível: as pessoas foram às compras porque achavam que o congelamento não iria durar. A taxa de juros nominal teria que ter sido alta o suficiente para compensar a expectativa de inflação futura ao invés de ser fixada pela taxa real que vigorava antes do plano, o que supunha que a inflação futura fosse zero. Isso também explicaria a alta de ativos reais que se seguiu ao lançamento do Cruzado. Mas seria só esse o problema?

Em um dos ensaios da minha segunda tese para o MIT, escrito em 1989, tratei de explorar o tema da explosão inicial de demanda sob outra ótica. Parti do princípio de que a volatilidade dos preços relativos aumentaria com a inflação e que os agentes eram avessos ao risco. Quanto mais alta a inflação, maior a parcela da riqueza que seria idealmente alocada em títulos indexados para uma mesma taxa real de juros. A variável de ajuste era o preço dos ativos reais que cairia à medida que subisse a inflação mesmo sem nenhuma mudança na taxa de juros real. O corolário era que a estabilização levaria a um grande aumento no preço de ativos e, por tabela, a um desequilíbrio no mercado de bens, se a taxa real de juros ficasse no mesmo patamar que vigorava antes. Ou seja, mesmo diante de um equilíbrio de alta

inflação plenamente inercial, o plano de estabilização não deveria ser neutro do ponto de vista dos preços relativos. A taxa de juros real necessária para sustentar a estabilização teria que ser muito maior do que aquela que vigia no equilíbrio inflacionário. Se a volatilidade fosse zero – como em um congelamento de preços –, o argumento valeria com mais força ainda.

O Larida aparecia no modelo como um caso particular no qual a volatilidade de preços relativos era a mesma qualquer que fosse a inflação. Como essa hipótese não me parecia fazer sentido, o modelo me deu o embasamento para defender que a taxa de juros de entrada do Plano Real fosse muito maior do que a taxa de juros real que vigia antes do plano. A transição via moeda virtual do Larida continuava válida, mas a prescrição de neutralidade de preços relativos deixava de sê-lo.

Quão frequentes eram as reuniões sobre o Plano Real e como foi o início do plano?

No começo, eram reuniões muito informais, com um grupo pequeno. O Fernando Henrique assistia às discussões algumas vezes. Deve ter sido enfadonho para ele, mas serviu para que entendesse a lógica do plano de estabilização. Quando ele teve que explicá-lo em entrevistas ou negociar com o Congresso, ele sabia do que estava falando.

E como era a dinâmica do grupo? Eram discussões muito abertas, baseadas nos fracassos do Plano Cruzado?

O Cruzado nem constava das discussões porque era evidente a todos que repetir o congelamento de preços não era o caminho. A preocupação com o fundamento fiscal do plano era também comum a todos. As discordâncias surgiam quando chegávamos ao problema da indexação dos contratos. Gustavo Franco defendeu por um tempo a proposta de pré-fixar a inflação, fazendo com que as correções cambiais, monetária e de salário, em vez de refletirem a inflação passada, fossem fixadas abaixo da inflação corrente. A proposta não vingou porque já tinha sido tentada sem sucesso por duas vezes: por Delfim Netto, no início dos anos 1980, e por Francisco [Oswaldo

Neves] Dornelles, já no governo Sarney, mas antes do Plano Cruzado. O grupo foi naturalmente chegando à noção de que o plano deveria ser uma variante do Larida. Percorremos várias alternativas até chegar à moeda indexada.

Por conta da minha experiência com Saulo Ramos, procurei um antigo colega do Colégio de Aplicação, o José Tadeu De Chiara. O Tadeu era professor de direito econômico na Faculdade do Largo de São Francisco [Faculdade de Direito da USP], tinha trabalhado comigo no Unibanco e havia defendido sua tese de doutorado exatamente sobre a moeda e o quadro legal brasileiro. Conteí para ele o veto do Saulo Ramos e perguntei se ele me ajudaria a escrever uma medida provisória passível de ser aprovada pela Corte Suprema. Foi dele a redação dos artigos iniciais da medida provisória que instituiu a URV. O procurador-geral da República, Geraldo Brindeiro, leu e aprovou. Sinceramente, não sei se ele se convenceu, mas ao menos tínhamos uma estrutura jurídica defensável. Quando a medida provisória foi publicada, Saulo Ramos escreveu um artigo em jornal dizendo que a moeda indexada era inconstitucional. Tadeu rebateu a crítica do Saulo Ramos também em artigo de jornal, mas não houve réplica por parte do Saulo Ramos.

Mesmo a URV sendo uma moeda virtual, ainda havia esse problema?

Sim. É claro que agentes privados estão livres para pactuar o indexador de um contrato da forma que melhor lhes convier. Mas, se o indexador é inconstitucional e uma das partes resolver deixar de honrar o reajuste, a outra parte não tem como fazer cumprir o contrato.

As maiores referências para o Plano Real foram o Larida e o Plano Cruzado. No entanto, havia um cenário de crise político-econômica muito grande em 1993 e início de 1994, que se originava do Plano Collor, do impeachment do presidente e da CPI dos anões do orçamento. Qual era a visão dessa equipe sobre o Plano Collor naquele momento? Era algo a se esquecer?

O Plano Collor partia de um diagnóstico errado: a inflação no Brasil era alta devido ao excesso de liquidez. A solução aventada foi

um empréstimo compulsório ao governo por dois anos da quase totalidade da riqueza financeira do país. As obrigações constituídas antes do plano podiam ser quitadas através da moeda bloqueada, mas as posteriores ao plano apenas com a moeda livre. Quando o empréstimo compulsório foi devolvido, a inflação retornou ao seu patamar anterior. O resultado prático foi apenas uma desorganização da economia de proporções épicas.

Eu trabalhava na época no Unibanco, e o embaixador [Walther] Moreira Salles, presidente do Conselho de Administração do banco e seu acionista controlador, me perguntou logo depois do anúncio do Plano Collor sobre seu impacto na liquidez do banco. Respondi que não tinha como avaliar. Como o sistema do banco não operava em duas moedas simultaneamente, havia a possibilidade de o Unibanco ter muita liquidez na moeda bloqueada e estar ilíquido na moeda nova – o que poderia ser fatal – ou vice-versa. Após algumas perguntas, no entanto, ele se tranquilizou com um argumento baseado na sua sabedoria de vida. Coisas muito antinaturais, disse ele, não duram. Esse plano em breve virará mais uma página dos descaminhos do Brasil.

E quanto à surpresa para o cidadão?

Esse é, de fato, um ponto interessante, porque todos os planos, até então, inclusive o Plano Collor, haviam sido implementados de surpresa. Eu tive a ideia de implementar o plano em etapas pré-anunciadas para evitar surpresas e falei com o Fernando Henrique. Ele conta isso em um de seus livros. Tínhamos que diferenciar o Plano Real dos outros planos, sempre preparados na calada da noite. Tínhamos que ser transparentes e avisar passo a passo qual seria a próxima etapa. Nada mais efetivo para ganhar credibilidade do que cumprir as metas anunciadas. A estruturação em etapas daria também maior controlabilidade do plano de estabilização, evitando o que aconteceu no Cruzado. Em especial, o ajuste fiscal tinha que vir antes da troca do padrão monetário; se essa etapa não fosse cumprida, não lançaríamos o programa. No Plano Real, o ajuste fiscal foi feito via Emenda Constitucional e recebeu o sugestivo nome de Fundo Social de Emergência – e não era nem fundo, nem social nem de emergência.

Como se coloca a questão das privatizações no âmbito do Plano Real?

As privatizações foram muito importantes, mas elas começaram antes do anúncio do Plano Real. O processo começou, na verdade, no final do governo Sarney e teve impulso no governo Collor. Quando assumi o BNDES, o governo ainda era do Itamar. Ele não era muito fã de privatizações, mas as tolerava, porque dizíamos que eram necessárias. No meu discurso de posse, anunciei a intenção não só de avançar o programa de privatização, cuja responsabilidade era do BNDES, de acordo com o Plano Nacional de Desestatização, como também de vender todas as participações acionárias da BNDESPar.¹⁰ Não enxergava – e continuo não enxergando – razão alguma para o Tesouro ser acionista minoritário de empresas privadas. Se não deve ser acionista controlador, por que haveria de ser acionista minoritário? A BNDESPar deveria ser extinta.

A privatização tinha vários aspectos. Havia o aspecto da modernização do Estado e de tornar a economia mais competitiva. Havia também o lado de desalavancagem do balanço da União, porque os recursos obtidos por meio da venda de ativos eram utilizados para abater a dívida pública, reduzindo, portanto, permanentemente, os encargos de juros.

Foi um período difícil. A resistência que havia naquela época a qualquer privatização era enorme. Não só resistência corporativa – que sempre há –, mas resistência da classe política, que perderia os cargos para os quais poderia nomear alguém, e dos segmentos do setor privado que compram e vendem da estatal, temerosos de ter suas margens de lucro reduzidas se tiverem que negociar com uma companhia privada, pois sempre tem alguém que vende para a estatal e que dela compra, tipicamente, com alguma vantagem. Esse é o arco de interesses que defende a estatal. Uma espécie de tríplice aliança de políticos, funcionários da estatal e empresários que fazem negócios com a estatal.

Mesmo assim, consegui completar a privatização do setor siderúrgico e do setor de fertilizantes, além de ter conseguido vender a Embraer.

10 A BNDES Participações S.A. – BNDESPar – é uma sociedade por ações, constituída como subsidiária do BNDES, que tem por objetivo o desenvolvimento econômico e social por meio do fomento ao mercado de capitais.

Por incrível que pareça, a Embraer estava praticamente quebrada naquela ocasião. Foi várias vezes a leilão sem que aparecesse um único interessado. Me recusei a diminuir o preço mínimo e mantive a filosofia de não financiar o comprador. Ao final, um grupo privado apareceu, e a privatização foi completada ao preço inicial.

Mas, posteriormente, houve essa prática de financiamento para compra...

Sim, mais tarde. Eu sempre fui filosoficamente contra o BNDES financiar o comprador das companhias privatizadas. É óbvio que o financiamento ajuda muito o processo de privatização e leva a um preço de venda maior. Mas, se o Tesouro recebe mais recursos, o BNDES, que é 100% do Tesouro, passa a ter o risco de crédito da ex-estatal. E qual a falha de mercado que justificaria financiar a aquisição de uma companhia ou ativo já existente? Mas a filosofia de condução do banco mudou depois que eu saí, e os financiamentos se tornaram norma nos casos subsequentes de privatização.

Esse não foi o único exemplo de mudança na condução do Banco depois que saí do governo. O outro foi a TJLP [Taxa de Juros de Longo Prazo], criada para indexar o custo dos empréstimos do FAT e do Fundo de Marinha Mercante ao BNDES. A exposição de motivos da medida provisória que institui a URV foi escrita a várias mãos, mas, no caso da TJLP, eu mesmo a redigi para ter certeza de que o conceito ficaria claro: a TJLP deveria refletir o custo de captação de longo prazo do Tesouro Nacional. Como na época o Tesouro só conseguia captar a longo prazo por meio da emissão de títulos soberanos no mercado internacional, a fórmula inicial da TJLP refletia o cupom dos títulos do Tesouro e a variação da taxa de câmbio.

A razão para fixar a TJLP de acordo com o custo de longo prazo do Tesouro relevava, em parte, a necessidade de preservar a eficiência alocativa da economia. Como o BNDES é 100% do Tesouro Nacional, não faria sentido que pudesse captar a taxas diferentes das de seu acionista controlador. Além disso, o custo de oportunidade para o Tesouro de alocar impostos para empréstimos ao BNDES a prazos em vez de amortizar a dívida pública era justamente o custo de captar a longo prazo.

A TJLP era assim uma taxa fixada pelo mercado. Deixei claro na exposição de motivos da medida provisória que, quando o Tesouro pudesse emitir títulos de longo prazo em reais, deveríamos usar essa taxa. O conceito da TJLP era exatamente o conceito da TLP [Taxa de Longo Prazo], posto que hoje o Tesouro consegue captar em longo prazo no mercado doméstico por meio das NTN-Bs [Notas do Tesouro Nacional Série B]. Mas, depois que fui embora do governo, o conceito se perdeu. A fórmula foi mudando, mas sempre se fixou a TJLP abaixo da taxa de juros de curto prazo, qualquer que fosse a situação. O que deveria acontecer apenas em momentos extraordinários, quando a *yield curve* [curva de rendimento] do Tesouro fica invertida, virou norma permanente. A TJLP virou taxa subsidiada e assim ficou até a sua substituição recente pela TLP.

Voltando ao Plano Real, qual foi sua reação quando ele foi às ruas? Como foi a reação das pessoas no dia seguinte?

O Cruzado, como comentei, começou errado com os fiscais do Sarney na rua fiscalizando o congelamento de preços e o ministro Funaro desautorizado a falar que o congelamento duraria três meses.

O Real, por outro lado, já nasceu certo. O valor de conversão era 2.750, mas ninguém obrigou os empresários a determinarem os preços em reais dividindo o preço anterior por 2.750. Se tivessem usado valor mais baixo, surgiria uma inflação residual logo na partida do plano. Mas não, houve um pacto social implícito de apoio ao plano. Vou dar mais dois exemplos: no *paper* original do Larida, previmos que a conversão voluntária dos contratos em URV levaria dois anos. Na prática, em menos de três meses todos os contratos já tinham sido repactuados para a URV. Os contratos sociais foram forçosamente convertidos para a nova moeda pelo seu valor real médio; não houve abono ou gatilho e, com exceção do PT e de um ou outro sindicato, os protestos foram mínimos.

O que mais foi diferente comparando a proposta Larida e o Plano Real?

Há duas diferenças importantes. O Plano Real juntou a ideia da reforma monetária do Larida – e que, como contei, veio do André – com a

minha ideia do indexador único do *Neutralizar a inflação*. A URV era uma moeda virtual, não uma moeda de curso forçado. Segundo, no Plano Real a conversão de salários foi obrigatória, enquanto no Plano Larida todas as conversões para a nova moeda, inclusive dos contratos salariais, são voluntárias. Mas, na essência, o Plano Real foi uma variante do Larida.

Dito isso, devo fazer uma observação que talvez pareça óbvia, mas que é muito importante. Escrever um bom *paper* é um desafio intelectual; pensar e executar um plano de estabilização é um projeto coletivo e político, porque muda o país. Há que se ter um time de bons economistas, bem formados e bem informados, que trabalhe lastreado por laços pessoais de confiança, com capacidade de persuasão junto aos formadores de opinião. O fato de muitos de nós terem vindo da PUC-Rio e já termos anos de amizade e reflexão juntos, como professores ou alunos, fez uma enorme diferença. Mas nada teria sido possível sem a liderança e capacidade política do Fernando Henrique, inclusive por sua capacidade de convencer o presidente Itamar Franco a embarcar no que provavelmente achava quase uma aventura. O gosto do presidente era mesmo congelar preços.

E há também o aspecto da consolidação do padrão monetário. Não é verdade que a tarefa tenha terminado quando o Real entrou em circulação. Consolidar um novo padrão monetário é um desafio tão grande quanto criá-lo. Estou começando a trabalhar em um livro de memórias do Plano Real contando tudo em mais detalhes.

É possível que esse pacto social implícito tenha advindo da clareza com que o ministro foi explicando as etapas do plano?

Acredito que sim. O fato de ser pré-anunciado, de termos conseguido a credibilidade necessária, de termos cumprido o que prometemos. Diferentemente de outros planos, não houve surpresa alguma. Certamente isso teve um peso enorme. Tínhamos o cuidado de falar com a imprensa o tempo todo. Mesmo assim muitos duvidavam. Poderia esse plano dar certo quando tantos outros falharam?

Observando especificamente o comportamento da imprensa, a impressão que se tem é de que houve mais apoio do setor para o Plano Collor do que para o Plano Real.

É verdade. Lembro-me de ter lido um artigo do Arnaldo Jabor, duas semanas antes da conversão de URV em real, e pensar comigo mesmo: finalmente alguém a favor! E as críticas da imprensa e da mídia como um todo geravam enorme insegurança, até mesmo no presidente da República. Na véspera da transição da URV para o real – ou seja, na véspera do dia em que haveria a troca física do padrão monetário, e o real entraria em circulação –, houve um episódio inusitado. Estávamos no Ministério da Fazenda, mais de oito da noite, revisando detalhes da medida provisória que seria editada no dia seguinte, quando Rubens Ricupero, então ministro da Fazenda, pediu que Edmar Malan e eu, o trio mais *senior* da equipe, fôssemos ao seu gabinete. Lá estava o ministro da Justiça do Itamar. Trazia uma série de perguntas sobre o programa, a que deveríamos responder de imediato. O presidente havia escutado um programa de rádio do Gil Pace, um comentarista da Jovem Pan, comparando a URV a patinar em gelo fino, uma hiperinflação estaria à vista. Ficou inseguro e pediu explicações. Isso na véspera da troca do padrão monetário! Ricupero foi conversar pessoalmente com o Itamar, e acabamos não tendo que responder às perguntas. Com tantas críticas na imprensa, era natural que se sentisse inseguro.

A questão das novas cédulas também pode ter tido um impacto psicológico, embora pouco mencionado? Não se tratava de uma cédula carimbada, que transmite uma sensação de provisório, de que vai explodir a qualquer momento. Era uma família de cédulas novas.

É difícil avaliar, mas, minha opinião, baseada apenas em observações episódicas, é que esse impacto foi importante. Lembro-me das reclamações quanto às moedas: por economia, fizemos moedinhas leves e aquilo incomodou as pessoas. Parecia coisa de segunda linha, incompatível com um padrão monetário sólido. À parte isso, a troca do padrão monetário foi uma operação logística complexa e executada exemplarmente.

Existem fotos icônicas das notas e moedas sendo transportadas em canoas no Amazonas, porque precisavam chegar ao mesmo tempo em todos os lugares.

Exatamente, foi tudo muito planejado.

Como foi a blindagem política da equipe? Como foi com o PSDB [Partido da Social Democracia Brasileira], com José Serra, Mário Covas [Júnior] e o Tasso [Ribeiro] Jereissati?

Blindagem política talvez seja um termo equivocado. O fato é que o plano era de difícil compreensão. Fernando Henrique teve um papel fundamental no convencimento do PSDB e da classe política como um todo. Lembro-me de um jantar com Serra, Tasso e Mário Covas organizado pelo Fernando Henrique. Fomos Edmar, Malan e eu. Fiz a exposição do programa para os três líderes do partido. Mário Covas ficou indignado. Virou-se para nós e disse: “Se isso é o que de melhor os economistas do partido podem fazer, tudo bem, vou apoiar. Agora, quero que saibam, isso vai acabar com o partido. Vocês estão sepultando o PSDB”. E foi embora antes do final da reunião, quase batendo a porta. Mas sua lealdade era impressionante. Quando do anúncio do plano, ele foi o primeiro a discursar no Senado e fez uma defesa vigorosa do Real.

Havia receio de que, uma vez lançado o plano, os políticos pudessem reverter?

Obviamente nenhuma liderança política proporia voltar ao padrão monetário anterior e desfazer a troca de moeda. O risco era acontecer o que Larry Summers havia dito que aconteceria: uma vez derrubada a inflação para quase zero sem passar pelo trauma de uma enorme recessão, a tentação política seria pisar no acelerador do gasto público. Talvez se possa dizer que foi o que aconteceu no longo prazo – cada presidente da República deixou para seu sucessor um volume de gastos sobre o PIB maior do que o que existia quando ele tomou posse. Mas, no ano de 1994, o impacto maior nos gastos veio de uma decisão unilateral do próprio presidente da República: Itamar resolveu, no final do ano, dar um aumento real expressivo no salário mínimo. Isso teve um efeito em cascata nas contas públicas e em especial na Previdência. Foi um aceno populista, sem dúvida,

mas provavelmente mais motivado por ciúmes da popularidade do seu ministro da Fazenda, que acabara de ser eleito presidente da República, atraindo para si mesmo todo o mérito do Plano Real.

Os riscos mais iminentes, ao final de 1994 e começo de 1995, eram, na verdade, outros. Havia uma crise bancária generalizada e latente porque os bancos haviam perdido a receita inflacionária advinda dos depósitos à vista e dos recursos em trânsito. Havia uma crise cambial latente por conta do risco de contágio advindo da crise do México. E havia o risco do aumento generalizado de preços por excesso de demanda ou desconfiança de que o plano iria fracassar como os anteriores.

Capítulo 6

A Institucionalização da Política Monetária e os Bancos Estaduais

O Copom foi criado na sua gestão como presidente do Banco Central. Como era tomar decisões de política monetária em um momento em que o colegiado era inexistente?

A criação do Copom foi muito importante. Era uma mudança do quadro institucional da política monetária fundamental para a boa condução dessa política. Firmava a periodicidade de expectativas, obrigava o Banco Central a explicitar em atas a razão de suas decisões e trazia consigo a modelagem da inflação necessária para dar confiança às decisões do Banco. Francisco Lopes teve um papel fundamental nisso como diretor do Departamento Econômico.

Sempre me preocupei muito com a criação de instituições. Não há passagem para a modernidade sem a criação de instituições e governança modernas. Já falei das inovações do Cruzado, como o fim da conta movimento,¹¹ e da mudança na composição do CMN. Na minha gestão, que foi curta, além do Copom, meu foco principal era encerrar definitivamente a operação dos bancos estaduais. Fiz questão de anunciar esse objetivo já na minha sabatina para presidente do Banco Central no Senado e novamente no meu discurso de posse.

Reli há pouco, por conta do livro de memórias do plano, meu discurso de posse. Em muitos aspectos, infelizmente, ainda é surpreendentemente atual. Lá, alertava que a estabilização do padrão monetário requer um regime fiscal que assegure o equilíbrio permanente das contas públicas: a verdadeira âncora do Real é a

¹¹ A conta movimento era o mecanismo pelo qual o Banco Central supria o Banco do Brasil de recursos que eram utilizados na expansão dos ativos consolidados do sistema bancário. Essa conta permitia a liberação de empréstimos e financiamentos, no interesse de programas de governo, sem que estes constassem do orçamento fiscal.

âncora fiscal. Falava da importância das reformas para aumentar a eficiência e gerar ganhos de produtividade, inclusive no âmbito do próprio governo. Defendi o programa de privatizações e a necessidade de desregulamentar a economia, suprimindo todas as barreiras, subsídios e entraves de caráter regulatório que inibem a livre competição. Defendi a importância de tornar o Banco Central independente por meio de uma emenda constitucional que assegurasse que os diretores do Banco Central tivessem mandatos fixos. Defendi a abertura comercial e de serviços, inclusive financeiros, e a mudança no próprio *modus operandi* do Banco Central, que deveria fazer política monetária via mercado de reservas bancárias em vez de emitir títulos com recompra diária para enxugar a liquidez. O único trecho do discurso que perdeu parte de sua atualidade é a referente à privatização dos bancos oficiais.

Os bancos estaduais tinham um comportamento recorrente: em todas as eleições, ficavam inadimplentes com o Banco Central e, na prática, o Banco Central tinha que financiar por meio deles o excesso de gastos dos respectivos estados. Isso para não falar da malandragem. O estado emitia um papel de dívida junto ao público e o papel era comprado pelo banco estadual que se financiava no *overnight* usando como lastro o título da dívida pública estadual. Tão simples quanto isso. E havia municípios, como São Paulo, que faziam o mesmo por meio de suas distribuidoras de valores. Era um mundo que precisava acabar, e eu já tinha vivido as consequências do desregramento dos bancos estaduais no Plano Cruzado. Daí ter anunciado, com todas as letras, já na sabatina do Senado, que não via razão para a existência de nenhum banco estadual. Deveriam ser fechados ou privatizados.

A saga começara antes mesmo de eu tomar posse no Banco Central. Havia vários bancos dependurados no redesconto do Banco Central, mas os casos mais problemáticos – e os maiores – eram o Banespa e o Banerj [Banco do Estado do Rio de Janeiro]. Chegamos à conclusão de que o melhor, para não precipitar uma crise bancária generalizada, seria uma intervenção nos dois bancos, não uma liquidação. Era uma espécie de federalização; mais tarde, haveria um encontro de contas e poderíamos, dependendo do resultado do encontro de contas, privatizá-los. E o momento de fazer era antes da posse dos novos

governadores de São Paulo e do Rio de Janeiro. Depois da posse dos novos governadores, e já nomeados os novos presidentes do Banespa e do Banerj, a federalização seria politicamente muito mais difícil, e a magnitude do socorro via redesconto teria que ser maior ainda.

O senhor estava preocupado com a proximidade do então governador de São Paulo, Mário Covas, com o presidente da República?

Estava sim. O Banespa, pelo seu tamanho, era o maior causador de emissão monetária forçada do Banco Central. O fim súbito da inflação retirou uma fonte importante de receita dos bancos, o *float* sobre depósitos à vista. Os mais eficientes conseguiriam substituir essa fonte de receita por receitas de tarifas, mas os menos eficientes não sobreviveriam, e o setor como um todo teria que encolher.

Tomada a decisão de intervir no Banespa, resolvi eu mesmo comunicá-la ao Mário Covas. Eu ainda não tinha tomado posse como presidente do Banco Central, mas já tinha saído da presidência do BNDES, e meu nome já tinha sido anunciado como futuro presidente do Banco Central. Marcamos uma reunião em São Paulo. Covas, recém-eleito governador de São Paulo, ainda antes de tomar posse, Yoshiaki Nakano e eu.

Na reunião, Covas foi tomado pelo maior ataque de fúria que já presenciei na minha vida. Concordava que Quércia e Fleury haviam destruído as finanças estaduais e que o Banespa estava ilíquido, quando não insolvente, porque seu maior risco de crédito era justamente o Tesouro Estadual. Mas não admitia que eu desconfiasse dele. Ele iria nomear uma administração séria, competente e iria colocar o Banco em ordem. Na visão dele, a intervenção era precipitada, um ato de hostilidade contra São Paulo e, pior ainda, com respaldo do Fernando Henrique, futuro presidente da República e seu companheiro de fundação do PSDB.

A reunião obviamente terminou mal, mas eu não voltei atrás. O impasse com Covas gerou manchetes de jornais por meses a fio. Tenho uma ótima coleção de charges publicadas nos jornais da época a respeito do meu duelo com ele. E não só com ele: a bancada federal do PSDB era uma das mais aguerridas contra a privatização por

solidariedade com o governador. O assunto só iria se deslindar anos depois, quando da privatização do Banespa.

Nesse íterim, acabei virando réu em uma ação popular movida pelo ex-governador Orestes Quércia. A acusação era que eu havia mantido uma taxa de juros muito alta desde o começo do Plano Real só para agravar, propositadamente, a situação do Banespa e prejudicar o estado de São Paulo. E, anos mais tarde, já fora do governo, fui convocado para depor numa CPI [Comissão Parlamentar de Inquérito] do Banespa a propósito das pretensas irregularidades da intervenção do Banco Central. Quem a presidia era justamente o ex-governador Fleury. A história tem suas ironias.

Como mencionei, a crise bancária era latente por conta da perda do imposto inflacionário. E não se restringia aos bancos estaduais. Nossa abordagem era lidar com o problema de frente, mas cuidando para evitar pânico no sistema financeiro. Os desequilíbrios patrimoniais da Caixa Econômica Federal [CEF] eram tão sérios que o CMN teve que tomar a decisão inédita de isentar a CEF de publicar balanço por um ou dois anos. No setor privado, o primeiro grande banco do setor privado que tivemos que liquidar foi o Banco Econômico.

Tratava-se de um banco baiano, certo?

Sim, um banco baiano. O Econômico estava negativo em reservas. Conversei com o Ângelo Calmon de Sá, controlador do banco, sobre a necessidade de fazer uma capitalização rapidamente. Suprida a insuficiência de capital, o banco teria credibilidade suficiente para voltar a captar de forma expressiva e sair do redesconto. Liquidar um banco sem antes explorar alternativas seria arriscar o Banco Central e a União a uma possível ação para ressarcimento de perdas por lucros cessantes.

Ângelo concordou com o aumento de capital e ficou de voltar para mim logo que possível. Mas, antes de fazê-lo, cuidou de acionar o “todo poderoso” senador Antônio Carlos Magalhães. Antonio Carlos veio falar comigo pessoalmente no Banco Central, acompanhado por alguns deputados da Bahia. Antonio Carlos considerava a possível liquidação do Banco Econômico uma afronta da União e do presidente ao seu estado. A ameaça foi clara: “A Bahia vai se rebelar”.

Contando hoje, parece brincadeira, mas retrata bem o Brasil daquela época. Ao final, a capitalização não veio, e o Banco Central decretou a intervenção. Seguiu-se uma tormenta política – o senador ameaçou o governo de retirar o apoio de seu grupo no senado, uma confusão enorme. E, para coroar, recebi uma ação do Ministério Público por improbidade administrativa.

A Flutuação do Câmbio e o Banco Nacional

A crise bancária no início do Plano Real foi, de fato, muito séria. O caso do Banco Nacional foi interessante.

Interessante não é um bom termo, porque toda liquidação de instituição financeira é traumática. Como se viu depois, o banco havia quebrado depois do Plano Cruzado, em 1987. Para ocultar o patrimônio negativo, criou ativos artificialmente.

Era tão disfarçado que chegou inclusive a ser patrocinador de Ayrton Senna.

Sim. Os ativos artificiais foram crescendo cada vez mais em uma contabilidade paralela. A fiscalização do Banco Central – que hoje é extraordinária, mas naquela época tinha lá suas deficiências – não conseguiu identificar a fraude. O sistema era sofisticado: nomes dos devedores, seus respectivos CPF [Cadastro de Pessoas Físicas], pagamentos e reempréstimos, tudo falso. O sistema criava novos devedores à medida que, supostamente, os outros pagavam suas dívidas.

A fraude se tornou insustentável por conta do aperto de política monetária que se seguiu à crise do México.¹² Isso me leva a fazer um *detour* [desvio] pela crise cambial. A crise do México, de novembro de 1994, ocorreu por consequência da súbita alta de taxa de juros na taxa base do Fed [*Federal Reserve*], feita pelo [Alan] Greenspan um pouco antes. O primeiro país a sentir o refluxo de capitais foi o México. Para nossa sorte, a crise mexicana ocorreu depois do Real.

12 A crise do México, ao final de 1994, foi provocada pela falta de reservas internacionais, causando desvalorização do peso durante os primeiros dias da presidência de Ernesto Zedillo. Essa crise provocou elevação da aversão ao risco dos investidores internacionais, reduzindo a liquidez que economias consideradas semelhantes ao México poderiam acessar.

Basicamente, ajustes monetários que reduzem a liquidez internacional prejudicam países com grandes deficit em transações comerciais.

Sim, especialmente aqueles que praticam regime de câmbio fixo. Porque, com câmbio flutuante, evidentemente, a depreciação da taxa de câmbio faz boa parte do ajuste. O ponto é complexo porque o regime ideal é taxa de câmbio flutuante e livre conversibilidade, enquanto tínhamos, naquela altura, taxa de câmbio fixa e moeda não conversível. Foi a questão do câmbio que levou à minha saída do Banco Central.

A minha divergência sobre a política cambial com o Gustavo Franco só surgiu depois do lançamento do [Plano] Real. Um pouco antes de o real entrar em circulação, Gustavo, na época já diretor da Área Externa do Banco Central, alertou quanto ao enorme fluxo de entrada de dólares que ocorreria quando do lançamento do [Plano] Real. Como a taxa de juros era muito alta, a continuação da paridade com o real valendo um dólar levaria, por arbitragem, a um enorme influxo de dólares que o Banco Central teria que esterilizar para evitar a volta da inflação. Como evitar o aumento da dívida pública? Na reunião que tivemos a respeito, a solução por ele aventada, com a ajuda da equipe técnica de funcionários da Área Externa do Banco, consistia em uma série de controles cambiais brecando ou inibindo a entrada de capitais. Minha posição era diversa: ao invés de controles normativos, por que não deixar o câmbio flutuar? Obviamente flutuaria para baixo e a valorização do real ajudaria a dar credibilidade ao plano. E assim foi feito.

A taxa de câmbio chegou, de fato, a R\$0,80/US\$1,00.

Sim. Além do aspecto psicológico de o real valer mais do que dólar, a apreciação cambial ajudou na estabilização do nível de preços. A questão era como continuar. Gustavo sugeriu manter o sistema de minibandas. Consistia numa faixa estreita de flutuação, com um ajuste dos limites superior e inferior ao longo do tempo, de acordo com a inflação. A ideia era manter a taxa de câmbio real aproximadamente constante ao longo do tempo. Era uma variante da âncora cambial prescrita pela literatura especializada da época. O *paper* sobre o caso de Israel apresentado pelo Stanley Fisher na mesma conferência de

Washington onde o Larida foi apresentado, por exemplo, previa uma âncora cambial como instrumento-chave da estabilização para Israel. Além disso, Gustavo achava que as minibandas forçariam as indústrias paulistas a buscarem ganhos de produtividade em vez de ganhar competitividade por meio da desvalorização da moeda.

Meu plano era outro. Argumentei que regimes de câmbio fixo, ou aproximadamente fixo, sempre terminavam mal. O que tinha acontecido com o México era apenas o primeiro lance de uma série de crises cambiais que atingiriam todos os emergentes que tinham câmbio fixo. Mais cedo ou mais tarde, o país se veria sem reservas e teria que flutuar nas piores condições. Governos podem fixar a taxa nominal de câmbio, mas a taxa de equilíbrio é sempre fixada pelo mercado; regimes de câmbio fixo ou minibandas sempre colapsam quando a taxa de equilíbrio fica muito discrepante da taxa fixada pelo governo.

Minha proposta era fazer um ajuste rápido e simultâneo tanto no limite superior quando no limite inferior da minibanda em vigor. Em seis meses, a banda estaria tão larga que, na prática, seria irrelevante e iríamos para a livre flutuação. Na minha visão, com inflação muito baixa, a inércia jogava a nosso favor. Eu gostaria de implantar uma desindexação total para tornar mais lento ainda o efeito de qualquer choque de oferta. De toda forma, argumentava que a política monetária seria potente o suficiente para assegurar a estabilidade da demanda agregada mesmo na eventualidade de uma depreciação cambial. O que tinha em mente era um regime de *inflation targeting* [metas para inflação] com câmbio flutuante e taxa de juros voltada para estabilizar a inflação.

A minha proposta era mais arriscada do que a do Gustavo. Naquele início de Plano Real, o dólar ainda servia como referência de valor para partes expressivas da classe média e para os mais ricos. Gustavo estava convicto de que tínhamos todos os instrumentos para sustentar o regime de minibandas por um período muito longo de tempo. Defendia sua posição com um zelo quase que religioso e ameaçou sair do governo se o sistema das minibandas, que ele próprio pilotava como diretor da Área Externa, fosse abandonado. Pedro Malan o apoiou integralmente. Em uma dada altura, surgiu a hipótese de o Gustavo ir para a Secretaria-Executiva do Ministério da Fazenda.

Fernando Henrique se viu diante de um dilema. A equipe estava dividida. Eu deixei claro que, como presidente do Banco Central, não poderia ficar no governo se a política de câmbio fosse tocada de forma diametralmente oposta ao que preconizava. Fernando Henrique tentou uma solução conciliatória, algo a meio caminho, que vou contar depois; quando ela se esgotou, acabou optando por manter Gustavo Franco como diretor do Banco Central, e eu pedi demissão da presidência após menos de seis meses de ter tomado posse. Talvez tenha pesado, em sua decisão, o fato de Gustavo Franco e Pedro Malan estarem mais comprometidos, em termos pessoais, a permanecer até o final do seu governo do que eu. Como ele bem relata no primeiro livro dos seus *Diários da Presidência*, eu tinha hesitado muito em aceitar o convite para ser presidente do Banco Central.

Em seu livro,¹³ o presidente expressou preocupação de que, com sua saída da equipe econômica, houvesse um êxodo de outros membros.

Sim, ele tinha essa preocupação. Edmar e Francisco Lopes, entre outros, compartilhavam o mesmo entendimento do problema. Mas busquei assegurar que a minha saída tivesse o mínimo de consequências. Aconselhei todos os que pensaram em me acompanhar a permanecerem em seus cargos, porque o desmantelamento da equipe não iria ajudar em nada o plano. Além disso, nunca dei entrevista ou qualquer declaração criticando o sistema das minibandas. Falei em privado com o presidente várias vezes, mas fiz questão de não criticar publicamente o sistema de minibandas. Só escrevi meu primeiro artigo de jornal a respeito, intitulado sugestivamente como *Antes tarde do que mais tarde ainda*, depois da flutuação de 1999.

Caso sua proposta tivesse sido adotada, possivelmente não teríamos que enfrentar o choque de 1998-1999, certo?

Exercícios contrafactuais são de difícil interpretação. De um lado, aconteceu exatamente o que eu previa que iria acontecer. Um a um, todos os sistemas de câmbio fixo em países emergentes colapsaram

13 CARDOSO, Fernando Henrique. *Diários da Presidência, volume 1*. São Paulo: Companhia das Letras, 2015.

por conta do fortalecimento do dólar que se seguiu à política contracionista do Fed. O último a colapsar foi a Argentina em 2001. Só Hong Kong escapou da sina dos emergentes porque tinha um *currency board*, não um câmbio fixo convencional. O colapso do nosso sistema de minibandas quase aconteceu na crise da Ásia de 2007 e terminou se materializando após a crise da Rússia de 1998. Em 1999, Fernando Henrique teve lucidez suficiente para trocar o comando do Banco Central e flutuar, em vez de impor controles cambiais para sustentar artificialmente um sistema de minibandas que já tinha se esgotado.

O custo social de manter a âncora cambial foi enorme. Para assegurar a manutenção do nível de reservas, a taxa de juros ficou muito alta em termos reais durante todo o primeiro mandato do FHC. O crescimento do país foi pequeno. Além disso, o desgaste político da flutuação cambial, logo depois da reeleição, foi enorme.

Por outro lado, o fato de ter acontecido o que previa não é suficiente para demonstrar que minha proposta de livre flutuação teria dado certo. Em 1999, Arminio Fraga implementou a livre flutuação praticamente sem reservas, e a transição para o novo regime foi menos traumática do que se imaginava. Teria acontecido o mesmo em 1995? Estou convencido de que sim, e com consequências mais amenas, mas não há como demonstrar isso.

A âncora cambial fazia parte da receita de estabilização inflacionária daquela época. A novidade proposta pelo Gustavo era a variante das minibandas. Minha desconfiança da sustentabilidade da âncora cambial, no entanto, vinha de muitos anos. No *paper* do Plano Larida, escrito mais de dez anos antes do Real, André e eu sugerimos uma âncora wickelliana para a nova moeda, não uma âncora cambial. Não chegamos a detalhá-la, mas ambos tinham convicção de que limites nominais de expansão da base monetária, ou a âncora cambial, eram soluções inadequadas para o problema de como dar credibilidade a um novo padrão monetário. Depois disso, não escrevemos mais nada em conjunto até o Plano Real. André escreveu alguns trabalhos sugerindo um *currency board*, e eu fui para a livre flutuação.

Ainda sobre limites nominais de expansão quantitativa da base monetária: Gustavo os achava fundamentais, enquanto eu não via sentido neles. Meu argumento era que a estabilização naturalmente aumentaria a demanda por moeda e que qualquer estimativa econométrica do aumento da demanda de moeda quando de uma mudança de regime monetário seria impreciso demais para constar de uma lei. Além disso, o instrumento da política monetária é a taxa de juros, não a quantidade de moeda primária emitida. Edmar, sempre inspirado pelo seu instinto mineiro de conciliação, insistiu comigo para que concordasse com o Gustavo, invocando o capitão de longo curso Vasco Moscoso de Aragão, dos Velhos Marinheiros. Acabei concordando – o pior que aconteceria seria ter que mudar o limite mais adiante.

E foi o que aconteceu. Depois de várias revisões, os limites terminaram desaparecendo em uma das reedições da medida provisória do Real, quando ninguém mais prestava atenção neles. Mas tiveram, sim, seu papel na partida, porque a associação simplista entre inflação e quantidade emitida de moeda está enraizada no imaginário coletivo. Os limites de emissão de moeda postos na lei ajudaram a dar credibilidade ao Real como um padrão monetário estável.

Voltando à crise do México: como foi superada?

O Brasil tinha US\$30 bilhões em reservas. Perdeu US\$7 bilhões em um dia e mais US\$7 bilhões no dia seguinte, quando a crise do México se propagou e investidores passaram a apostar contra todos os sistemas de câmbio fixo do mundo. O José Coelho Ferreira, então chefe do Departamento Jurídico do Banco Central, alertou que, nesse ritmo, acabaríamos violando, em dois ou três dias, a Resolução do Senado que fixava o mínimo das reservas em quatro meses de importações como reserva. Flutuar diante de um ataque especulativo seria muito ruim; a flutuação que preconizava era voluntária, uma política deliberada, e não o resultado de uma capitulação por falta de reservas.

A solução foi aumentar a taxa de juros, além de implementar algumas medidas para restringir a demanda por dólares. O aumento teria

que ser alto o suficiente para dirimir qualquer dúvida sobre nossa determinação em sustentar a moeda doméstica. Resolvi avisar o presidente do que iríamos fazer no dia seguinte. Ele me chamou para jantarmos no mesmo dia no Palácio. Conversamos sozinhos por um bom tempo. Ao final, ele entendeu as razões do aumento, mas, na saída do jantar, quando já estava entrando no carro, não resistiu à brincadeira: “Se alguém me perguntar, vou dizer que sou contra”.

Achei que era mais uma de suas brincadeiras que tornam a vida mais leve e dissolvem a tensão das decisões difíceis. E não é que foi mesmo o que ele disse aos jornalistas? “Por mim não teria subido a taxa, é coisa do Persio.”

O episódio mostra a importância da independência do Banco Central. Não que Fernando Henrique fosse vetar o aumento da taxa de juros. Mas o desgaste político da decisão era dele, não meu ou do Banco Central. A reação geral, como se deveria esperar, foi muito negativa – um aumento dessa magnitude vai destruir a atividade produtiva, a ciranda financeira venceu e assim por diante. Mas o fato é que superamos a crise. Se o Banco Central fosse independente no plano legal, o aumento não teria tido efeito político algum.

Outra medida adotada por conta da crise foi implementar depósitos compulsórios sobre os ativos de crédito. Obviamente, era uma medida extrema, quase grosseira, mas na época não havia como fazer a solução microeconômica elegante que seria aumentar os requisitos de Basileia. O objetivo era aumentar o custo dos empréstimos e, portanto, reduzir a demanda agregada sem aumentar o custo de rolagem da dívida pública. Foi isso que desnudou o problema do Banco Nacional. O Banco não conseguia captar o suficiente para recolher o compulsório sobre ativos inexistentes.

Isso tudo ocorreu já no final de sua gestão.

Sim. Quando montei minha equipe, queria criar a figura de vice-presidente do Banco Central e, para isso, convidei Gustavo [Laboisière] Loyola. Ele ponderou que, já tendo sido presidente do Banco anteriormente, não faria sentido retornar como vice. Quando resolvi sair, por conta das divergências sobre o encaminhamento da

política cambial, indiquei-o ao Fernando Henrique, contando do convite que havia feito. Ele foi a escolha natural para me suceder.

O Fernando Henrique mencionou, no livro Diários da Presidência, que era de opinião de que Gustavo Franco tinha condições de assumir, mas o resto da equipe não considerava que o momento fosse adequado para colocar o BC em suas mãos. A que atribui essa percepção?

A resposta deve ser dada pelo resto da equipe, não por mim.

Capítulo 8

Acusações e Considerações

Houve um momento em sua gestão em que surgiram acusações sobre o Banco Central vazar informações de câmbio para alguns bancos, no caso, para o BBA. Essas alegações acabaram se provando falsas. Como foi esse período?

Tudo começou com a tentativa de conciliar a minha proposta com a do Gustavo [Franco]. Acabamos no meio do caminho, fazendo um pequeno salto no valor da taxa de câmbio junto com o anúncio de uma banda algo mais dilatada. Algo que não fazia sentido nem para ele nem para mim. O comunicado do Banco Central explicando a mudança foi confuso: eu dava uma explicação, e o Gustavo dava outra. Gustavo falava mal de mim, e as pessoas me contavam logo em seguida. Gustavo identificava em qualquer crítica ao sistema de minibandas os interesses ocultos da Fiesp [Federação de Indústrias do Estado de São Paulo] e o jogo político do José Serra, visando desestabilizar o Pedro Malan. Fiquei aborrecido com ele pelo comportamento desleal e não nos falamos por muitos anos. Depois, fiquei aborrecido com ele de novo por conta do grotesco filme sobre o Plano Real. O produtor queria que eu cedesse direitos de imagem porque haveria um personagem chamado Persio Arida, mas se recusou a me mostrar o roteiro. Obviamente não cedi os direitos de imagem, e o filme foi feito assim mesmo. Soube do lançamento e da pré-estreia pelos jornais. Com o tempo, deixei de lado esses aborrecimentos e voltamos a nos entender.

No meio dessa divergência pública entre o presidente e o diretor, surgiu um boato: a mudança no câmbio teria beneficiado o Banco BBA Creditanstalt. O boato parecia crível porque Fernão e eu éramos amigos há muitas décadas. Trabalhamos juntos no Banco Central, ele como presidente e eu como diretor. E, depois do Banco Central, trabalhamos juntos na montagem do Banco BBA – Beltran, Bracher

e Arida –, mas desisti na última hora do negócio e o BBA passou a significar Banco Brasil Áustria. Além disso, eu havia almoçado na fazenda dele no feriado de carnaval, imediatamente antes da mudança do câmbio. Estava com minha família, almoçamos e seguimos para a fazenda de outro amigo. O boato é que eu havia passado na fazenda dele só para transmitir pessoalmente a informação privilegiada sobre a mudança no câmbio.

O boato tomou vulto. Do nada, todos passaram a desconfiar da minha honestidade. Delfim Netto fez um comentário ferino, o embaixador Moreira Salles me ligou dizendo que eu deveria processar o Delfim por difamação e calúnia. Articulistas que nem me conheciam me atacaram nas suas colunas de jornal. Recebi uma camiseta de presente com os dizeres “Eu acredito no Persio Arida”. Tanto a Câmara dos Deputados quanto a Comissão de Assuntos Econômicos do Senado resolveram me convocar para prestar um depoimento.

O PT viu ali uma oportunidade única de atacar o governo FHC. Apresentou dois requerimentos ao Ministério Público para que investigasse o crime de *inside information* [informação privilegiada] supostamente cometido pelo presidente do Banco Central. O primeiro foi assinado por Jacques Wagner; o segundo por [Ricardo] Berzoini, [Eduardo Matarazzo] Suplicy e [Luiz] Gushiken. Fiquei aborrecido com o Suplicy, que além de ter assinado o requerimento, fez discursos contra mim no Senado. Ele me conhecia pessoalmente desde muitos anos, e eu tinha dado apoio público à sua proposta de renda mínima, apesar dele ser do PT. Mais tarde se justificou dizendo que sempre falava bem de mim em privado, mas publicamente tinha que me criticar porque sua posição no PT assim o exigia. Respondi que, por amizade, ele deveria fazer o inverso: falar bem de mim em público e mal em privado.

Para complicar a situação, vazou a cópia de uma tela do BCB, mostrando os bancos que tinham posição comprada no dia do anúncio. O BBA estava entre eles. Mais tarde, uma Comissão de Sindicância do próprio Banco Central apurou que o responsável pelo vazamento era um funcionário do Banco ligado ao sindicato dos bancários e ao PT. Ele era o único que tinha acessado o sistema

do Banco na hora em que a configuração da posição em dólares comprada era exatamente aquela do vazamento. O funcionário, ligado ao PT e ao sindicato, foi afastado, mas depois reconduzido ao Banco pela Justiça.

Ao entrar para meu depoimento no Congresso, fui efusivamente abraçado pelo deputado Delfim Netto. Quem me questionou de partida foi o senador José [Eduardo] Dutra, recém-eleito e sindicalista de formação. Fui ao ataque e disse que ele era ignorante. O BBA estava comprado no câmbio *spot* [pronto], tal qual mostrado na tela do BCB que tinha vazado, mas estava vendido no câmbio futuro na BM&F, no mesmo montante. Era apenas uma operação de arbitragem de juros; o BBA não tinha se beneficiado em nada da mudança no câmbio. A sessão na Câmara demorou seis horas e foi transmitida ao vivo pelo rádio. Dei todas as explicações, e o assunto foi encerrado ali mesmo. Anos depois, o Ministério Público também deu por encerrada a investigação.

Sobre esse episódio, o presidente Fernando Henrique comenta em seu livro: “Mais uma vez, a mídia vai lá e conta uma historinha qualquer, com um grande apelo”.

Exatamente. Foi um enorme aborrecimento.

Capítulo 9

A Sabatina e a Independência do Banco Central

Há um episódio muito interessante em sua sabatina. Os senadores quiseram usar a sua sabatina para induzir a anistia de um deles, que estava envolvido em um escândalo.

Sim. O senador Humberto [Coutinho de] Lucena havia usado a gráfica do Senado para sua campanha eleitoral. Como era ele quem tinha o poder de convocar minha sabatina, resolveu fazer uma espécie de chantagem com o Fernando Henrique: ou você apoia a minha anistia ou a sabatina do Persio para presidente do Banco Central ficará para as calendas. Outros senadores se juntaram a ele, acrescentando outras demandas de seu interesse; várias vezes, a sabatina foi marcada e não aconteceu por falta de quórum. Fiquei no limbo por um tempo, porque já tinha saído do BNDES. Foi durante esse íterim que tive a conversa com Mário Covas sobre o Banespa.

A partir dos Diários da Presidência, escritos por Fernando Henrique, percebe-se que o senhor relutou em aceitar o convite para presidir o Banco Central.

Relutei sim. Fiquei um ano e meio, de setembro de 1993 até o final de 1994, entre três cidades diferentes: no Rio por causa do BNDES, em Brasília por causa das reuniões da equipe do Plano Real e em São Paulo por causa da minha família. E, volta e meia, tinha que viajar para o exterior. Raro era o dia em que não tomava algum avião e, com frequência, dormia no hotel do aeroporto para poder tomar o primeiro avião do dia. Minhas crianças eram ainda pequenas, e eu mal conseguia conviver com elas no final de semana. Minha filha mais velha me descrevia como um *flying daddy*. Ao final, estava exaurido. O custo pessoal tinha sido enorme, e o plano já tinha sido lançado. Daí minha relutância em aceitar o convite para presidir o Banco Central.

A partir de 1997, a situação começa a ficar bastante complicada.

Saí do governo em 1995, mas o presidente volta e meia conversava comigo, mesmo eu estando fora do governo. E com outros da equipe já fora do governo também, como era o caso do Edmar Bacha e do André Lara Resende. Em 1997, antes da crise da Ásia, André, Edmar e eu escrevemos um *paper* longo, com sugestões de política econômica, entre as quais abandonar o sistema das minibandas em favor da flutuação. Mas, naquela altura, era difícil mudar. O Brasil já tinha caído na armadilha do câmbio fixo. O momento de evitá-la teria sido na partida, no segundo semestre de 1994 ou no começo de 1995. Depois de consolidado, o sistema só é abandonado quando colapsa.

Concorda que a solução de 1999 foi a melhor possível naquela circunstância?

Em 1999, havia apenas dois caminhos: impor controles cambiais de saída ou ir para a livre flutuação. O segundo caminho é muito melhor.

Sobre a independência do Banco Central, Fernando Henrique agiu como se a instituição fosse independente de fato, mas não oficializou em lei. Hoje o Banco Central já poderia sê-lo.

Com Fernando Henrique, o Banco Central se tornou independente de fato, mas não formalmente. Fernando Henrique tinha receio de propor uma emenda constitucional que assegurasse a independência do Banco Central porque emendas constitucionais não são sujeitas ao veto presidencial. Era o trauma da Constituinte de 1988 que, num arroubo populista, estabeleceu o teto de 12% ao ano para a taxa de juros. O Brasil só escapou de um desastre porque a Suprema Corte foi mais lúcida do que a Constituinte ao entender que o dispositivo constitucional não era autoaplicável. A preocupação do presidente era abrir uma caixa de Pandora ao enviar a emenda constitucional de independência. A prioridade acabou sendo aprovar outras reformas constitucionais, como a quebra dos monopólios de telecomunicações e a da Previdência.

Continuo a favor da independência do Banco Central, ainda que seja apenas para conferir mandatos fixos e alternados dos diretores

do Banco, descasados do mandato presidencial. O ideal seria uma reforma mais ampla, mudando a Lei 4.595. Os benefícios serão imediatos. Até na Grã-Bretanha, a independência do Banco Central propiciou uma redução da taxa de juros e do custo de rolagem da dívida pública.

Índice Onomástico

A

ABREU, Marcelo de Paiva	19
-------------------------	----

B

BACHA, Edmar Lisboa	17, 18, 89
BRACHER, Fernão	33, 42, 46, 61, 85
BELLUZZO, Luiz Gonzaga	28
BERNANKE, Benjamin Shalom (Ben Bernanke)	16
BLANCHARD, Olivier	16
BRUNO, Michael Peter	27

C

CAGAN, Philip	23
CAMARGO, José Márcio	19
CAMPOS, Roberto	22
CARDOSO, Fernando Henrique	9, 15, 36, 62, 64, 68, 70, 74, 80, 81, 83, 84, 87, 88, 89, 96
CARNEIRO, Dionísio Dias	19
CHIARA, José Tadeu De	63
COSTA, José Ribamar Ferreira da (José Sarney)	9, 23, 26, 28, 29, 61, 63, 65, 67
COVAS JÚNIOR, Mário	70, 74, 88

D

DELFIN NETTO, Antônio	9, 18, 30, 62, 86, 87
DRAGHI, Mário	16
DORNBUSH, Rudiger	23
DORNELLES, Francisco Oswaldo Neves	62
DUTRA, José Eduardo	87

E

ERIS, Ibrahim	14
---------------	----

F

FERREIRA, José Coelho	82
FISHER, Stanley	78
FRANCO, Gustavo Henrique de Barroso	19, 51, 56, 59, 62, 78, 80, 84, 85
FRAGA NETO, Arminio	19, 59, 81
FUNARO, Dílson Domingos	29, 32, 67
FURTADO, Celso	15

G

GARCIA, Manuel Enriquez (Manolo)	13
GREENSPAN, Alan	77

H

HIRSCHMAN, Albert Otto	17
------------------------	----

J

JABOR, Arnaldo	69
JEREISSATI, Tasso Ribeiro	70

L

LOPES, Francisco Lafaiete de Pádua (Chico Lopes)	19, 20, 21, 26, 27, 35, 50, 51, 59, 72, 80
LOYOLA, Gustavo Laboisière	58, 59, 83
LUCENA, Humberto Coutinho de	88

M

MACRI, Mauricio	16
MAGALHÃES, Antônio Carlos	75
MALAN, Pedro Sampaio	19, 36, 50, 51, 52, 53, 56, 57, 58, 59, 69, 70, 79, 80, 85
MELO, Fernando Affonso Collor de	36, 65
MELLO, João Manuel Cardoso de	28
MODIGLIANI, Franco	16, 24
MOREIRA, Marcílio Marques	36
MOURA, Alkimar	50, 56, 59

N

NEVES, Tancredo de Almeida	23
----------------------------	----

P

PASTORE, Affonso Celso	9
PIORE, Michael Joseph	17

R

RAMOS, José Saulo Pereira	26, 63
REIS, Eustáquio José	19
RESENDE, André Pinheiro de Lara	9, 19, 22, 33, 89
RICUPERO, Rubens	69
ROGOFF, Kenneth Saul	16

S

SAYAD, JOÃO	23, 42
SERRA, José	70, 85
SJASTA, Lawrence (Larry)	14
SIMONSEN, Mário Henrique	24
SUMMERS, Lawrence	16, 24, 70
STURZENEGGER, Federico Adolfo	16

T

TEMIN, Peter	18
--------------	----

W

WILLIAMSON, John	22
WEITZMAN, Martin	16, 17, 18



**BANCO CENTRAL
DO BRASIL**

(...) NO PLANO REAL, A CONVERSÃO DE SALÁRIOS foi obrigatória, enquanto no Plano Larida todas as conversões para a nova moeda, inclusive dos contratos salariais, são voluntárias. Mas, na essência, o Plano Real foi uma variante do Larida.

PERSIO ÁRIDA

Ex-Presidente do
Banco Central do Brasil