

*Coleção*

**História Contada do**  
Banco Central do Brasil

**XXII**

**Gustavo Franco**



*Coleção*

---

**História Contada do**  
Banco Central do Brasil

Brasília • 2019



*Coleção*

**História Contada do**  
Banco Central do Brasil

**XXII**

**Gustavo Franco**

Ficha Catalográfica elaborada pela Biblioteca do  
Banco Central do Brasil – v. 22

Banco Central do Brasil

Gustavo Franco / Banco Central do Brasil – Brasília : Banco  
Central do Brasil, 2019.

160 p. ; 23 cm – (Coleção História Contada do Banco Central do  
Brasil; v. 22)

I. Banco Central do Brasil – História. II. Entrevista. III. Franco,  
Gustavo. 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

Gustavo Henrique de Barroso Franco foi presidente do Banco Central do Brasil (BCB) entre agosto de 1997 e março de 1999, já tendo cumprido interinidade no cargo entre 31 de dezembro de 1994 e 11 de março de 1995, e sido diretor de Assuntos Internacionais entre setembro de 1993 e setembro de 1997.

Gustavo Franco é filho único de Maria Isabel e de Guilherme Arinos, que foi chefe de gabinete de Getulio Vargas e posteriormente ocupante de diversas funções no governo. Embora Gustavo, ainda muito jovem, não soubesse exatamente o que fazia seu pai, sabia de sua experiência no governo e tinha-o como referência.

Gustavo Franco iniciou a graduação cursando Administração Pública na Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas da Fundação Getulio Vargas (Ebape/FGV), e Economia na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio). Optou pela segunda e foi um dos que se beneficiaram da transformação pela qual passou o Departamento de Economia quando recebeu professores egressos da FGV e da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), entre outras, e formou um centro de discussão de política econômica nos moldes das melhores universidades norte-americanas. Após a graduação, seguiu imediatamente com o mestrado, ainda na PUC-Rio e, na sequência, com o doutorado na Universidade de Harvard, na qual estudou com Barry Eichengreen e com Jeffrey Sachs, e dedicou-se especialmente ao estudo do processo inflacionário. Sua sólida formação contribuiu para as atividades que viria a desempenhar em seu retorno.

No início dos anos 1990, teve a oportunidade e o desafio de participar do grupo formado por Fernando Henrique Cardoso para desenhar o plano de combate à inflação, ainda no governo de Itamar Franco. Iniciou sua participação no governo em 1993, como secretário adjunto da Secretaria de Política Econômica no Ministério da Fazenda.

Posteriormente assumiu a diretoria de Assuntos Internacionais no Banco Central, onde permaneceu até sua nomeação como presidente da Instituição em 1997.

Sua aguçada capacidade de formulação e de reflexão proporciona leitura interessantíssima sobre o processo inflacionário e as políticas de estabilização e, especificamente, sobre o Plano Real: suas etapas, dificuldades e cuidados, a relevância do papel do desempenho fiscal, a questão dos bancos estaduais e a política cambial e sua gestão. Capítulos adicionais são seus estudos sobre Shakespeare, Fernando Pessoa, [Joaquim Maria] Machado de Assis e Goethe e suas interpretações econômicas. Franco finaliza a entrevista com seu entendimento da situação atual da conjuntura brasileira.

No âmbito do *Projeto Memória do Banco Central do Brasil*, Gustavo Franco concedeu três entrevistas à equipe do Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil da Fundação Getúlio Vargas (CPDOC/FGV) entre março e julho de 2016.

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 Pai, o Economista e o Velho Presidente, 15

Capítulo 2: Harvard e PUC, 24

Capítulo 3: Inflação: a doença e suas muitas curas, 36

Capítulo 4: Plano Real, 41

## **Fotos, 79**

Capítulo 5: O Banco dos Bancos, 95

Capítulo 6: Economia e Literatura, 125

Capítulo 7: O Momento Atual, 132

## **Índice Onomástico, 155**



# Capítulo 1

## O Pai, o Economista e o Velho Presidente

*Gostaríamos de conhecer um pouco sobre seu histórico familiar. O senhor nasceu e foi criado no Rio de Janeiro?*

Sou de abril de 1956, filho único de Guilherme Arinos e Maria Isabel. Meu pai é de Itacoatiara, no interior do Amazonas e minha mãe, de Teófilo Otoni, em Minas Gerais. Vieram a se conhecer no Rio, nos anos 1950, e casaram-se logo depois do suicídio do Getúlio [Dornelles Vargas], com quem meu pai trabalhava muito proximamente. Já eram noivos há vários anos, segundo a lenda familiar, mas meu pai estava muito ocupado para se casar. Com o evento de 24 de agosto de 1954, meu pai ficou livre para se casar e, em abril de 1956, eu vim a este mundo.

Meu pai era funcionário do Banco do Brasil (BB). Com 18 anos, fez concurso, passou com folga e começou a trabalhar em Belém. Depois, circulou por vários lugares do Brasil. Em Teófilo Otoni, onde foi gerente, conheceu minha mãe, que acabou por reencontrar no Rio de Janeiro alguns anos depois. Embora fosse funcionário do BB, tinha um emprego noturno como jornalista no *Correio da Manhã*, um jornal de oposição. Em certo momento, foi chamado para trabalhar no gabinete do presidente Vargas. Dessa associação, nasceu uma amizade com o “Velho Getúlio”, como ele o chamava, que durou a vida inteira. Tal era a força da ligação de meu pai com Getúlio que, desde que o Velho morreu, todo dia 24 de agosto, meu pai mandava rezar uma missa em sua memória, mantendo esse hábito até sua morte, em outubro de 2011. No primeiro ano após seu falecimento, afastando qualquer objeção ideológica, assumi a responsabilidade de organizar essa missa, que fiz acontecer no ano de 2012. Mas foi meio exótico. Os que compareceram eram brizolistas, PTBistas históricos, nenhum simpatizante muito especial do Plano Real, ou do PSDB [Partido da Social Democracia Brasileira], um grupo que talvez nem mesmo meu pai achasse mais graça. Durante a missa, houve vários discursos

exaltando o Velho Getúlio, Leonel Brizola e temas afins, que ouvi muito respeitosamente. Depois disso, fiz claro que outras pessoas deveriam zelar pela memória do Velho. Não sei se mantiveram a missa, não acompanhei mais.

No gabinete do presidente Vargas, nos anos 1940, meu pai ocupou diversas funções, algumas delas importantes na área econômica. Foi chefe de gabinete de dois ministros da Fazenda, Horácio Lafer [Piva] e Gastão [da Costa] Vidigal, e trabalhou na Carteira de Exportação e Importação do Banco do Brasil (Cexim). Foi também autor do projeto inicial dos estatutos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), além de membro de sua primeira diretoria, tanto que, até sua morte, sempre era convidado para os aniversários da instituição e festejado como um de seus fundadores. Uma das suas grandes alegrias foi em uma dessas ocasiões. Em todo aniversário do banco, promoviam a premiação da melhor tese de mestrado em Economia elaborada no ano. Em 1983, fui o vencedor. O prêmio era a publicação do trabalho e incluía também o direito de integrar o quadro de funcionários da instituição, um direito que nunca exerci porque fui fazer doutorado no exterior e, na volta, preferi ir trabalhar na PUC. Declinei de um emprego público, depois de “concurado”, para ser um acadêmico. Foi uma decisão bem neoliberal.

Depois da morte de Getúlio, meu pai foi para o setor privado e por lá ficou. Participou da diretoria do grupo Monteiro Aranha, que era o sócio brasileiro da Volkswagen e, nesse emprego, esteve profundamente envolvido na implantação da indústria automobilística no Brasil. Meu pai sabia explicar, com detalhes, desde o modo como entraram as máquinas – algumas grandes prensas com buracos de balas que sofreram bombardeios na Alemanha e que entraram no Brasil pela via da Instrução 113 da Sumoc [Superintendência da Moeda e do Crédito] –, a outros aspectos relevantes da produção e venda de automóveis nacionais nesses primeiros tempos heróicos.

Aposentou-se do grupo Monteiro Aranha e, algum tempo depois, constituiu uma pequena distribuidora de valores que, mais tarde, tornou-se a corretora Garantia. Mais tarde, a corretora tornou-se um dos mais importantes bancos de investimentos do país, do qual também eram

sócios Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Carlos Alberto Sicupira. Meu pai foi sócio do Garantia até a instituição ser vendida para o *Credit Suisse* nos anos 1990. Esse é o meu *background* familiar.

De minha parte, fiz graduação em Economia na PUC-Rio, concluindo o curso em 1979.

*Como o senhor avalia a influência de seu pai na sua decisão de se tornar economista?*

Acredito que foi relevante, apesar de eu não ter clareza sobre o que meu pai fazia exatamente. Ele trabalhava com finanças que, na minha visão adolescente, era mais próximo de administração de empresas. Por isso, não o via como economista; e ele, de fato, não era. Na verdade, no folclore familiar, ouvia histórias sobre uma rivalidade no âmbito da primeira diretoria do BNDE entre o grupo do meu pai – pessoas de carreira no BB, burocratas – e alguns economistas, destacadamente Roberto Campos, ninguém menos. Meu pai não tinha formação em Economia, mas tinha experiência dentro do governo e como bancário. Na percepção do meu pai, Campos era um economista mais para o acadêmico, enquanto ele era o homem da máquina. De vez em quando discordavam, mas nada que impedisse que permanecessem amigos por toda a vida.

Era essa a imagem do meu pai que eu tinha como referência. Tanto que, por dificuldade de escolher ou indecisão, comecei a fazer duas faculdades: Administração Pública na Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas da Fundação Getúlio Vargas (Ebape/FGV), e Economia na PUC-Rio. Uma era pela manhã e a outra à tarde, ficou fácil. A Fundação Getúlio Vargas (FGV) tinha seus atrativos, sobretudo os professores da Escola de Pós-Graduação em Economia (EPGE) responsáveis pelas cadeiras de Economia da Ebape. Não havia curso de graduação em Economia na FGV, mas havia na PUC. Na verdade, em 1975, quando iniciei o curso, a PUC não tinha um departamento de Economia de grande prestígio, tanto que as principais cadeiras de Economia eu cursei na Ebape. Algum tempo depois, vários professores da EPGE migraram para a PUC, como Rogério [Ladeira Furquim] Werneck, Francisco [Lafayette de

Padua] Lopes, Dionísio Dias Carneiro; atraindo outros nomes, como Edmar [Lisboa] Bacha, que vinha da Universidade de Brasília (UnB). Até aquele momento, no Rio de Janeiro, estudava-se Economia ou na EPGE – talvez excessivamente governista e monetarista, seguindo a linha de Chicago – ou na Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) – que seguia a linha da Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (Cepal) e era excessivamente marxista. Não havia meio termo. Discuto esse tópico um pouco mais detidamente no livro publicado pela Ordem dos Economistas de São Paulo, há alguns anos, com o título *Ensaio de história do pensamento econômico no Brasil contemporâneo*, em que fui responsável pelo artigo sobre a história do Departamento de Economia da PUC.<sup>1</sup>

O Departamento de Economia da PUC foi muito bem-sucedido em construir um projeto acadêmico intermediário entre os dois extremos mais radicais. Esse movimento ocorreu quando eu ainda estava na graduação, de modo que pude beneficiar-me da transformação do departamento em parte na graduação, mas integralmente no mestrado, a seguir. No mestrado, participei de uma das primeiras turmas, iniciando assim que finalizei a graduação. Então, graduei-me em 1979 e ingressei no mestrado em seguida, concluindo-o em 1982. Em setembro desse mesmo ano, já estava cursando o doutorado no exterior. Consegui encadear bem os passos.

*O senhor cursou a graduação durante a ditadura militar, uma época política muito diferente da que vivemos hoje. Havia agentes infiltrados? Como era seu cotidiano universitário?*

Acredito que, na minha época, isso já tinha passado, pelo menos foi essa a sensação que tive. Havia uns poucos disfarçados nos cursos de moral e cívica, mas também havia um pessoal radical nos diretórios acadêmicos, que talvez assustassem tanto quanto. Mas minha sensação era de que, na minha época, essas hostilidades estavam acabando ou já tinham passado. O clima estava ficando, claramente, mais ameno.

---

1 FRANCO, Gustavo. Economia na PUC-Rio: notas de uma testemunha. In SZMRECSÁNYI, Tamás & COELHO, Francisco da Silva (orgs.) *Ensaio de história do pensamento econômico no Brasil contemporâneo*. São Paulo: Ed. Atlas, 2007.

*O Departamento de Economia da PUC-Rio contemplou diferentes vertentes do pensamento econômico? Os professores tinham posições políticas bem definidas? Como funcionava isso no ambiente universitário?*

Os professores tinham suas visões políticas, mas minha impressão é que o que distinguia esse projeto dos demais era o foco na excelência acadêmica, que vinha à frente de outras questões, até porque o processo político já seguia um rumo virtuoso. A militância política não fazia parte da vida das pessoas que estavam ali, eram doutores, formados no exterior, que estavam organizando um curso de Economia. Em contraste, na UFRJ, a militância política parecia sobrepujar qualquer outra consideração e, na EPGE, havia a mesma tendência, mas para o lado do governo. Nesse caso, não era propriamente uma militância, mas talvez uma torcida. A PUC, de certa maneira, foi uma espécie de descanso dessa dualidade porque era preciso pensar sobre o futuro. Ninguém estava fazendo pesquisas na área de Economia com excelência, isenção, tecnologia e contato com o mundo acadêmico exterior. Esse grupo buscou preencher esse vazio e estava mais afastado da política. O que foi muito bom, porque era do que o país estava precisando.

*Houve algum professor que o incentivou de modo mais específico?*

Sim. Como o curso de mestrado estava começando, havia um incentivo muito forte para os melhores alunos de graduação seguirem o caminho acadêmico. A PUC já tinha se tornado membro da Anpec [Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia], que realizava uma espécie de vestibular integrado para todos os cursos de pós-graduação. O problema era que quem elaborava as provas era a Anpec, que era muito influenciada pela corrente UFRJ-Unicamp. Por isso, para fazer a prova para ingressar na pós-graduação, a minha geração teve que estudar muito Marx e sobretudo Kalecki, além de ler todas as teses da [Maria da] Conceição [de Almeida Tavares], todas as teses do Carlos [Francisco Teodoro Machado Ribeiro de] Lessa. Era uma crueldade. Hoje, a Associação já avançou muito se compararmos com aquele momento, e os alunos são poupados desses sacrifícios. Ao menos, pelo que sei, a prova de economia brasileira passou a ser considerada de forma diferente conforme a instituição

que corrige a prova e seleciona os alunos. De toda forma, para mim, foi uma experiência interessante.

Assim que ingressei no mestrado, tornei-me monitor de Edmar Bacha, que dava o curso de macro B na graduação – principal curso de macroeconomia – e que estava escrevendo o livro *Introdução à macroeconomia: uma perspectiva brasileira*,<sup>2</sup> baseado no conteúdo do curso. Foi uma época muito divertida, pois, de uma hora para outra, após a seleção para o mestrado, eu estava dando aulas e corrigindo provas. Foi um pulo muito rápido, meio tenso, mas divertido. Eu e Edmar somos amigos até hoje. Ele é um personagem extraordinário e uma inspiração. Foi o primeiro contato que tivemos, eu fui seu monitor de macroeconomia na sua fase kaleckiana ou neoestruturalista.

*Como era o cotidiano da pós-graduação? Quantos alunos havia na sua turma?*

Éramos poucos alunos, uns 10 ou 12, talvez, em regime de tempo integral e com direito a uma bolsa. Havia uma sala de estudos para onde íamos pela manhã e ficávamos com o resto da turma fazendo atividades o dia todo. Era uma rotina de viver a universidade durante o dia inteiro e receber dinheiro por isso. Adorei esse conceito de ser pago para fazer uma coisa de que eu gostava.

*O senhor foi orientado por Edmar Bacha?*

Sim. Comecei a fazer minha dissertação de mestrado sob sua orientação, até a vinda de Winston Fritsch para a PUC, pois Winston era um especialista no tema. Foi interessante. Ele vinha da UFRJ, que também tinha seu grupo dissidente, aqueles que tendiam mais para a linha da PUC. Entre eles estavam o Winston, Marcelo [de Paiva] Abreu, que alguns anos depois também veio para o Departamento, e o Eduardo Augusto Guimarães. Eram economistas com doutorado na Inglaterra, em geral, ou que trabalhavam com Organização Industrial, tema mais próximo da temática da UFRJ, mas que também era de nosso interesse. Winston foi o primeiro a vir, e sua tese de doutorado

---

2 BACHA, Edmar. *Introdução à macroeconomia: uma perspectiva brasileira*. Editora Campus: Rio de Janeiro, 1982.

sobre a Primeira República do Brasil combinava com a minha, que tratava do Encilhamento no começo da República.<sup>3</sup> Foi um encontro perfeito. Foi o próprio Edmar quem sugeriu que o Winston orientasse o meu trabalho. Bem, quando ele chegou, eu já estava terminando a dissertação, mas foi muito bom, quase como uma banca antecipada. Foi um trabalho maravilhoso, que adorei fazer.

Nessa época, já no final do mestrado, tinha conseguido um emprego – meu primeiro emprego de verdade – na FGV, no Cemei [Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional]. Um pequeno centro subordinado a [Julian] Chacel, no Ibre [Instituto Brasileiro de Economia] que era chefiado pelo Luiz [Aranha] Corrêa do Lago. Mas quem me contratou e foi meu segundo chefe foi o Luiz – o primeiro foi o Edmar –, um grande amigo. Usei minhas horas vagas no Cemei para terminar minha dissertação.

### *O que o atraiu para o tema do Encilhamento?*

Para quem gosta de macroeconomia, a história econômica e os temas financeiros e monetários do início da República, no Brasil, têm uma concentração extraordinária de assuntos interessantes: crise cambial, crise bancária, introdução do trabalho assalariado, reformas econômicas, planos econômicos, pacotes, confiscos. Tudo o que, anos depois, tivemos que aplicar – nas dosagens que conhecemos – ocorreu ali, naquele começo, com algumas personalidades extraordinárias, como Rui Barbosa e o Visconde de Ouro Preto, e num contexto político confuso, de muita polarização e instabilidade. Foi um extraordinário preparativo! Minha dissertação, diferentemente de outras teses de mestrado que tinha visto até aquela ocasião, é um trabalho de 300 páginas que trata de um período muito curto, não mais do que um ano e meio da vida brasileira, com muita pesquisa primária e quase nada de “sínteses interpretativas totalizantes”. O “capitalismo tardio” de João Manuel Cardoso de Melo estava na moda, mas segui por caminho bem diferente. O foco principal da tese foi o ano de 1890, com Rui Barbosa ministro da Fazenda e sua saída

---

3 FRANCO, Gustavo. *Reforma monetária e instabilidade durante a transição republicana*. 7º Prêmio BNDES de Economia. BNDES: Rio de Janeiro, 1983.

ao final desse mesmo ano, quando ainda não havia eclodido a crise cambial que ocorreu no ano seguinte. Quando Rui Barbosa ainda era ministro, ocorreu uma crise em Londres que a historiografia brasileira não reconhecia, até então, como relevante para os eventos brasileiros. Passei a acreditar que era não apenas relevante, mas fundamental. Foi uma crise externa que fez o que, em geral, esses eventos provocam no Brasil: uma mudança no sinal do fluxo de capitais internacionais, antes positivo e fortemente influenciado pelos bons ventos da República. De repente, uma crise provocada por eventos na Argentina levou à quebra de um banco em Londres, o Barings – que, curiosamente, quebraria novamente em 1997, quando eu já era presidente do Banco Central –, e gera consequências negativas para o Brasil. Esse foi mais um evento do início da República que tinha uma inesperada e extraordinária atualidade.

Gosto muito de escrever, já gostava nessa época e, por isso, esse era um tema que me atraía. História econômica é um assunto que permite exercitar a prosa, não tem muitas equações e esse foi outro aspecto que me agradou. A pesquisa primária também foi uma atividade que me encantou e me marcou profundamente. Tanta gente faz história econômica no Brasil sem respeitar sua excelência, o fato documentado.

*Onde o senhor realizou sua pesquisa?*

Principalmente no Ministério da Fazenda, no Rio de Janeiro. Na época, a biblioteca do Ministério da Fazenda era completamente aberta. Os *Relatórios do Ministro* e os balanços de receitas e despesas estavam nas estantes comuns, sem restrições ao acesso. Chegava, como qualquer pessoa em uma biblioteca pública, tirava aquele material todo das estantes, como se estivesse mexendo no jornal de ontem. Eram livros imensos, com encadernações bem precárias, já se desfazendo. Só de colocá-los sobre a mesa, os pedaços do documento iam se desprendendo. Eu me perguntava: “Como esses documentos tão antigos podiam estar aqui dessa maneira?”. Mas, enfim, era uma fonte primária ótima de manusear. A Casa de Rui Barbosa, na época, não tinha tanta documentação primária que pudesse aproveitar. O *Jornal do Commercio*, sobretudo o retrospecto comercial, era uma boa

fonte primária organizada, o *Jornal do Commercio* propriamente dito era mais difícil de usar. Enfim, o gosto em mexer com papel velho também veio daí.

## Capítulo 2

### Harvard e PUC

*Assim que concluiu o mestrado, o senhor foi para a Universidade de Harvard realizar o doutorado?*

Sim, mesmo antes de terminar a tese, já me encorajavam a mandar *applications*<sup>4</sup> para o doutorado (Ph.D) em diversas das principais universidades americanas. Fui aceito em Harvard e também nas Universidades de Chicago e de Yale, mas preferi Harvard.

*Por que preferiu Harvard?*

Vários pequenos motivos, todas as hipóteses eram boas. Yale fez uma oferta maravilhosa, inclusive, através de uma carta assinada pelo próprio James Tobin, que recebera o prêmio Nobel em 1981. Chicago me ofereceu bolsa de estudos: tinha sido o único lugar onde fiz entrevistas por conta de um amigo estudando lá, a quem tinha ido visitar. Foi quando conheci o José Alexandre Scheinkman. O ambiente me lembrou muito a FGV, só que muito mais frio. Bem, Yale fica em New Haven, que não é tão frio, mas é uma cidade muito sem graça. Harvard, por outro lado, fica em um lugar esplêndido, não tão frio quanto Chicago. Considerando tudo, Harvard me pareceu melhor.

*Quando foi cursar o doutorado, planejava retornar e ser professor?*

Sim, isso era bastante claro para mim. Na verdade, meus futuros colegas, professores da PUC, ao escreverem suas cartas de recomendação, já afirmavam que eu voltaria para trabalhar ao lado deles. O Winston ficou meu amigo, disse-me para voltar para trabalharmos juntos em tópicos de história e, de fato, ao retornar, desenvolvemos diversos projetos em conjunto, escrevemos em parceria fartamente, embora

---

4 Processo de inscrição para concorrer a vagas em universidades norte-americanas.

não exatamente em história. O plano sempre foi retornar e ser professor e pesquisador no Departamento de Economia da PUC. Nunca cogitei seriamente permanecer nos Estados Unidos, embora essa opção se apresentasse naturalmente. É fácil entrar no processo – que os norte-americanos denominam de *job market* – para conseguir um emprego em uma universidade americana. Contudo, como fui com bolsa integral do governo brasileiro, recebendo um salário mensal bacana – US\$750, na época –, achei que tinha o dever de voltar para o Brasil. Não era uma obrigação, mas devia ser. Por isso, nem considerei ficar nos Estados Unidos. Voltei e fui trabalhar na PUC.

*Esse espírito público lhe foi transmitido por seu pai? Conversavam sobre isso? A proximidade de seu pai com Getúlio Vargas lhe inspirou de algum modo?*

Não me lembro de conversar sobre isso especificamente, mas é o tipo de comportamento que se aprende pelo exemplo. Vejo hoje pelos meus filhos. Quando os vejo tendo atitudes que não necessariamente lhes ensinei, mas que são princípios que pratico, vejo que o exemplo tem muito mais importância do que somos capazes de perceber.

*O tema da sua tese de doutorado em Harvard foi inflação?<sup>5</sup> Hiperinflação na Alemanha e em outros países?*

Sim. Ocorreu aqui uma mudança de rumo em razão de um fato triste. Harvard tinha um atrativo adicional que era o professor Carlos Diaz Alejandro, pesquisador cubano, que escrevia maravilhosamente bem sobre temas de história econômica. Era amigo do Edmar, que sabia, por fonte segura – o próprio Carlos –, que ele havia recebido proposta de Harvard para ser professor com cátedra [titular]. Seria maravilhoso ir para Harvard e ter o Carlos Diaz como orientador. Eu o conhecia por ter sido professor visitante na PUC. Gostava muito de seu trabalho. Ele estudava história econômica, “sabia fazer conta”, gostava de literatura, tudo o que eu gosto. Mas ficou doente e faleceu. Quando recebemos a notícia, eu já estava em Harvard. Isso ia mudar meus planos quanto a tópicos de tese, mas estava aberto a outras possibilidades.

---

5 FRANCO, Gustavo. *Aspects of the economics of hyperinflations: theoretical issues and historical studies of four European hyperinflations of the 1920s*. Tese de Doutorado, Departamento de Economia, Universidade de Harvard, mai. 1986.

Nos Estados Unidos, no primeiro ano do doutorado, não é o aluno quem escolhe os campos que quer estudar, isso só acontece no segundo ano. Quando tive a oportunidade, escolhi estudar economia internacional e macroeconomia, campos onde a grande estrela do departamento era Jeffrey Sachs. O segundo campo de estudos foi história econômica, onde o professor que me acolheu foi Barry Eichengreen. Era um professor jovem, recém-elevado da condição de assistente para adjunto, uma categoria intermediária nas universidades americanas, e que foi extremamente gentil comigo, pois ofereceu o seu curso de história econômica da economia global mesmo sabendo que eu seria o único inscrito. O curso havia sido oferecido dois anos antes e não integraria as alternativas em momento conveniente para meu plano de estudos. Então, fizemos um acordo, e ele ministrou o curso só para mim. Eu não sabia o que estava fazendo quando aceitei isso, porque a carga é imensa quando você é o único aluno de um curso. É uma aula em que há o aluno, o professor e uma mesa entre eles. Não se pode nem olhar para os lados. Mas foi uma experiência maravilhosa, que vai bem além de uma aula, é uma espécie de diálogo, um compartilhamento de ansiedades.

A confluência desses dois campos, esses dois professores e o que ocorria no Brasil em 1985 – Diretas Já, Nova República, inflação –, fez com que me interessasse por história econômica e temas monetários. Jeff, que embora jovem já era catedrático em Harvard, foi convidado pelo presidente da Bolívia para assessorá-lo no combate à hiperinflação que surgia por lá. Eu já estava interessado no assunto e, percebendo isso, Jeffrey ofereceu-me a oportunidade de acompanhá-lo à Bolívia como seu assistente, o que reforçou meu interesse. Mas eu precisava ter conhecimentos de espanhol para ir pra La Paz me envolver com o assunto, e disponibilidade para ir para lá, o que era confuso para o CNPq [Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico]. Acabei não participando dessa missão, por mais interessante que pudesse parecer. Mas continuei o trabalho sobre hiperinflações europeias dos anos 1920. Foi difícil, porque não domino o idioma alemão e, ao elaborar estudos comparativos envolvendo países com casos semelhantes nesses anos, como Polônia e Hungria, me deparei com idiomas que também eram inacessíveis.

Isso deixando de lado a União Soviética, o que foi um erro, pois é um caso ultrainteressante. No fundo, ao realizar uma pesquisa comparativa, a pesquisa primária é menos importante, e havia muito material em inglês e francês sobre todos esses países. Confesso que me deixei levar um pouco pela tendência de fazer modelagem e de fazer algo mais conceitual. A tese original tinha 400 páginas, das quais metade eram modelos econométricos, muito em linha com o que a universidade gostava de ver numa tese. A outra metade era história econômica mais convencional, com narrativas, descrição de casos e o enquadramento dos modelos básicos apresentados na primeira parte. Havia um material primário interessante referente à Áustria e à Hungria, que foram países que estabilizaram suas economias no contexto de um acordo com a Liga das Nações, uma espécie de FMI [Fundo Monetário Internacional] da época. Os arquivos da Liga das Nações, esses, sim, todos em inglês ou francês, estavam disponíveis na biblioteca Pusey, conectada com a Widener, a biblioteca principal de Harvard, pelo terceiro subsolo. Era onde ficavam os arquivos mais importantes, e também onde era para se proteger em caso de ataque nuclear. Era um lugar bem calmo, onde eu consegui trabalhar durante um bom tempo com muita concentração.

Tanto Barry quanto Jeff foram apoios importantes, principalmente Barry. Quando ia conversar com ele, sempre havia lido os esboços de meus capítulos e tinha feito anotações e escolhido leituras e extensões. Era trabalhoso! Jeff nunca. Estava sempre muito ocupado, é outro perfil. Sempre que ia conversar com Jeff, ele colocava o papel sobre a mesa e me mandava para o quadro, pedindo para contar o que havia feito. No começo me irritava, porque ele não lia o que eu havia escrito, mas depois considerei que era melhor assim porque acabava tendo mais interação e discussão com ele do que receber um papel anotado, com muitas correções do meu inglês. Acabou sendo muito bom.

Para ser o terceiro membro do comitê de tese, convidei o Lance Taylor, professor do MIT [*Massachusetts Institute of Technology*], que era amigo do Edmar. Era um economista mais para o heterodoxo – o Edmar o descrevia como um neoestruturalista –, e mais parecia um roqueiro extraviado de Woodstock, mas que, de um jeito ou

de outro, estava mais familiarizado com os embates acadêmicos brasileiros e compreenderia como aquele trabalho, supervisionado por dois economistas que não conheciam o Brasil e se pautavam pelo *mainstream* da teoria econômica, se encaixava nos nossos debates. O próprio Barry, assim como Jeff, estranharam um pouco sua presença no comitê, mas seguimos em frente. Exatamente no prazo determinado pelo CNPq, quatro anos, estava com tudo pronto. Voltei para o Brasil em setembro e, em outubro, já estava na PUC arrumando minhas coisas, preparando-me para oferecer o meu primeiro curso.

*Durante o doutorado, o senhor trabalhou no NBER [The National Bureau of Economic Research]<sup>6</sup> e no Center for International Affairs de Harvard?*

Sim. Passei um verão como pesquisador associado do NBER e, depois, como assistente de Jeff em um projeto de pesquisa sobre dívida externa. O *Center for International Affairs* é um centro multidisciplinar na Universidade ao qual você se filia e passa a frequentar seus seminários. A partir dali, quase em paralelo ao que vinha fazendo, consegui um financiamento de Harvard para ir a Londres visitar os arquivos dos Rothschild, que tinham sido recém-disponibilizados. Eu não tinha consultado esses arquivos para a minha dissertação de mestrado, tampouco Marcelo [de Paiva Abreu] e Winston [Fritsch] tinham tido acesso a eles para suas respectivas teses. Por isso, estava interessadíssimo em vê-los. Consegui o financiamento e passei três semanas em Londres graças à minha *fellowship* com esse instituto. Isso é ótimo em Harvard, consegue-se financiamento para fazer projeto de pesquisa “em dois palitos” [com grande facilidade].

O arquivo, de fato, havia sido recém-reaberto, e alguns dos documentos ainda estavam embrulhados em uma espécie de papel alumínio à prova de fogo – no qual documentos importantes foram embrulhados durante a guerra, para preservá-los de bombardeios. Tive o privilégio de manusear as ferramentas que me ensinaram a

---

6 Instituto norte-americano de pesquisas voltadas para Economia, criado em 1920 pelo economista Wesley Mitchell, responsável pela datação das recessões nos Estados Unidos.

usar para abrir aquele papel alumínio e tirar os documentos de dentro daqueles embrulhos. Encontrei algumas informações interessantes, mas percebi que seria preciso mais tempo para explorar tudo que havia. Algum tempo depois, vi que o Marcelo investigou o material e encontrou muita coisa interessante. Esses arquivos são sempre um pouco idiossincráticos: encontra-se uma peça importantíssima de um quebra-cabeças, mas não se está vendo o resto da correspondência e da negociação que, às vezes, é decisivo, às vezes, não. Em geral, cerca de 90% do material é trivial, burocrático, rotineiro. Enfim, é por isso que esses centros existem: para financiar pesquisas que tomam tempo e nem sempre se descobre uma mina de ouro.

*Quando retornou ao Brasil, o senhor já tinha algum projeto para aplicar as ideias que aprendeu e discutiu?*

Não, até porque, em certo momento durante o ano de 1986, eu estava defendendo a minha tese e apenas lia notícias de que o Brasil estava adotando o Plano Cruzado, que levaria ao fim da inflação. Assim sendo, a inflação elevada deixaria de existir, e a minha sensação ao ter dedicado quatro anos a estudar hiperinflações era a de que tinha estudado um animal extinto. Não é uma boa sensação, nem mesmo para um historiador.

Cheguei ao Brasil em setembro de 1986. O Departamento de Economia realizava uma reunião toda segunda-feira, ao final do dia, com os professores. Logo em minha primeira reunião, deram-me boas-vindas e me disseram que eu precisava saber das más notícias. Respondi: “Não precisa me dizer a má notícia. Eu estudei hiperinflações, estava preparado para enfrentar essa turbulência, mas acabou, estou desempregado”. Lembro-me de Dionísio comentar que era só eu esperar, porque ainda teria muito trabalho. De fato, infelizmente, minha especialização se revelou muito mais necessária do que eu jamais poderia imaginar.

Em algum momento de 1988, me ofereceram a oportunidade de escrever um artigo para o *Jornal do Brasil*. Acho que foi o primeiro artigo para jornal que escrevi na vida. Fiquei muito nervoso e excitado. O tema não podia ser outro, inclusive porque o monstro já parecia

bem visível nesse momento. Meu artigo, no qual abordava diversos aspectos sobre a Alemanha e a Polônia, era intitulado *A hiperinflação no Brasil*.<sup>7</sup> O artigo impressionou algumas pessoas. Quando foi publicado, o Plano Bresser já havia fracassado, e já estávamos na época em que Mailson da Nóbrega era ministro da Fazenda e adotava o discurso da política do “feijão com arroz”, afirmando que não haveria mais choques econômicos. Mas a inflação estava em torno de 15%, 20% ao mês e subindo. Curiosamente, esse nível inflacionário não era considerado hiperinflação, coisas do Brasil. Para mim era, porque eu sabia que 20% ao mês foi o que ocorreu na Alemanha, exceto nos últimos quatro meses, quando então houve algo diferente, uma espécie de explosão. Mas 20% ao mês era, sim, hiperinflação,<sup>8</sup> mas o Brasil fingia que não era. A situação foi se agravando, a inflação aumentando ainda mais, até que implementaram o Plano Verão mais para atrasar o processo do que para resolver.

Tecnicamente, o Brasil só entrou em hiperinflação em dezembro de 1989, se aceitamos a norma pela qual a hiper começa quando a inflação supera a marca de 50% ao mês, que é um patamar completamente arbitrário, mas geralmente aceito. Infelizmente para o país, esse momento definidor, ao menos para a estatística, coincidiu justamente com o segundo turno da eleição presidencial. Era a primeira eleição presidencial direta em duas décadas, com grande número de candidatos, e com a hiperinflação estabelecida. Era uma tragédia. Já havia ocorrido o primeiro turno, e o segundo turno – disputado entre Fernando [Affonso] Collor [de Mello] e [Luis Inácio] Lula [da Silva] – aconteceu em novembro, quando a inflação alcançou 42,87% ao mês, alcançando 51,5% ao mês em dezembro. E ela continuou a subir, alcançando incríveis 82,39% ao mês em março de 1990 – de acordo com o IPCA [Índice de Preços ao Consumidor Amplo] – quando Collor assume a Presidência da República.

---

7 O texto foi publicado no *Jornal do Brasil* em 31 de março de 1988.

8 Para análises de casos de hiperinflação em outros países, ver SARGENT, Thomas & WALLACE, Neil. Rational expectations and the dynamics of hyperinflation. *International Economic Review*, v. 14, n. 2, 1973, p. 328-350; FRENKEL, Jacob. The forward exchange rate, expectations, and the demand for money: the German hyperinflation. *American Economic Review*, v. 67, n. 4, 1977, p. 653-670; WICKER, Elmus. Terminating hyperinflation in the dismembered Habsburg monarchy. *American Economic Review*, v. 76, n. 3, 1986, p. 350-364.

É uma tragédia marcante e histórica que o primeiro regime democrático brasileiro tenha experimentado uma patologia dessa magnitude justamente no primeiro governo democrático em muitos anos. Eu havia estudado profundamente a história da hiperinflação na Alemanha e em outros países e sabia, ou pelo menos tinha muito presente, que em todos os casos, os efeitos secundários de crises como essas são terríveis. O que aconteceu na Alemanha todos conhecem. A experiência de hiperinflação no Brasil era inconcebível; para começar, porque não havíamos tido nenhuma guerra, nenhuma catástrofe como em outros casos. O que estava tão errado com o Brasil para que convivêssemos com um nível de inflação semelhante ao da Alemanha do pós-guerra, da Áustria e da Polônia? Cada um desses países viveu uma história extremamente infeliz, com muitos problemas. Que problema havia no Brasil que explicasse uma inflação dessa dimensão? Não havia. Ou pelo menos, não era nada óbvio. Na verdade, ao contrário, durante toda a Nova República [governo José Sarney] as pessoas estavam esperançosas. Se compararmos com os dias de hoje, o desalento parece muito maior do que em todos os meses do governo Sarney, quando a inflação esteve sempre muito elevada e acelerando. Ainda assim, a população estava cada vez mais animada com o futuro. Chega-se então a uma hiperinflação e ao Plano Collor, solução semelhante à empregada para as hiperinflações pós-Segunda Guerra, que eu não havia estudado em detalhes, mas entendia bem a lógica de como havia acontecido. Era um desastre, não apenas a inflação em si, mas as soluções mal-feitas, os planos destrambelhados se repetindo e piorando as coisas.

*O senhor poderia explicar um pouco sobre essa relação? A lógica básica da comparação?*

Ao final da Segunda Guerra Mundial, em torno de 20 a 25 países na Europa realizaram reformas monetárias. Em quase todos, havia um diagnóstico de que, durante a guerra, havia sido impresso papel-moeda demais, ou dívida demais, porém num contexto de racionamento e estrito controle de preços. Na hora de preparar-se para a paz e para a normalidade econômica, o diagnóstico foi que era preciso eliminar esse “excesso de liquidez” junto com a eliminação

dos controles de preços, justamente para evitar uma explosão inflacionária que já era perceptível em vários países. As populações já estavam acostumadas aos rigores da guerra, ninguém se queixou de mais uma privação, se esse era o preço de terminar o pesadelo. Ou seja, uma situação muito diferente da que vivíamos no Brasil. De todas as tentativas europeias, o modelo mais célebre e o mais bem documentado foi o da Alemanha Ocidental, que foi adotado sob supervisão americana. Tratava-se de uma reforma monetária com confisco. Funcionava mais ou menos assim: o Estado trocava cada quatro notas de mil unidades monetárias que o cidadão possuía por uma nota de mil unidades monetárias novas, mantido câmbio de um para um. Ou seja, seria como se custasse três mil unidades monetárias velhas para se trocarem mil unidades velhas por mil novas. Confisco mesmo, aberto. Tem um trabalho bastante famoso do economista John Gurley, publicado na *American Economic Review*,<sup>9</sup> no qual ele faz um quadro extraordinário mostrando todos os casos e, em cada caso, qual a fórmula de confisco utilizada. Ele classificou os modelos em três tipos: alongamento compulsório, confisco e a combinação dos dois. Dentro dessa classificação, o Plano Collor era um plano de alongamento compulsório, sem confisco direto, ou seja, não reduzia o principal das obrigações assumidas, mas estabelecia uma retenção compulsória do dinheiro. Tratava-se tecnicamente de uma “conversão monetária diferida”, na linguagem jurídica concebida pelo Cid Heráclito e, por isso, contornou as restrições constitucionais a impostos extraordinários e empréstimos compulsórios. Os cruzados novos foram convertidos em cruzeiros até um certo limite para contas bancárias e aplicações financeiras, de tal sorte que todos os valores excedentes ficaram para ser convertidos gradualmente depois de dois anos, durante os quais os saldos não convertidos recebiam juros e correção monetária pela taxa da poupança. Isso não era um confisco estritamente falando, exceto se considerarmos o significado literal da palavra, que é subtrair de alguém algo que tem prontamente disponível. Mas como iam lhe devolver a coisa intocada em algum momento à frente, daqui a dois anos, inclusive com juros, ficou caracterizado um tipo diferente de confisco, com jeito de empréstimo,

---

9 GURLEY, John G. Excess liquidity and European monetary reforms, 1944-1952. *American Economic Review*, v. 43, n. 1, 1953, p. 76-100.

mas sem ser, e que confundiu os tribunais. Mas, enfim, como era uma fórmula que já havia sido experimentada em outros países com relativo sucesso, foi implementada aqui. Curiosamente, diferente dos choques heterodoxos, esse tipo de estratégia de estabilização não tinha uma literatura que a antecedeu, como nos casos de congelamentos de preços, sobre os quais foram escritos diversos artigos em torno da ideia de inflação inercial, a influência da indexação sobre a inflação, como desindexar uma economia e uso de tabela de conversão, por exemplo. Esses artigos estavam todos prontos, estudados, refletidos, quando implementaram o Plano Cruzado e depois o Bresser. O Plano Collor, não. Foi uma estratégia que veio meio de surpresa e seus antecedentes não são bem conhecidos.<sup>10</sup> Foi de alguém que leu o artigo de Gurley, estudou na Alemanha, chamou um advogado e montou um plano de estabilização daquele jeito, porque, juridicamente, ele foi bem urdido. Mas, até hoje, não se sabe bem como foi.

*Quando houve a implementação do Plano Collor, o senhor era professor na PUC?*

Sim, permaneci como professor da PUC do segundo semestre de 1986 a maio de 1992, quando Winston [Fritsh] e eu tivemos de abandonar um curso no meio para assumir posições no Ministério da Fazenda.

*Como era ser um economista especializado em inflação em um momento em que o governo realizava tantas tentativas para controlá-la? Havia interesse em participar do governo e aplicar seus conhecimentos?*

A inflação era o grande desafio da minha geração de economistas, e também de umas três anteriores e das três posteriores. Era o dragão que todos queriam matar. Todos esses profissionais cresceram, se formaram à sombra dessa doença. Pois bem, o Cruzado, nesse aspecto, foi uma referência interessante, pois foi a primeira vez que se admitiu que, de um grupo de economistas bem preparados analiticamente, poderia vir uma solução inovadora para o problema e que reduzisse o tamanho do sacrifício para se chegar à estabilidade. Contudo,

---

10 Uma rara investigação das origens do Plano Collor é oferecida em CARVALHO, Carlos Eduardo. As origens e a gênese do Plano Collor. *Nova Economia*, vol.16, no 1, Belo Horizonte, jan/abr 2006.

juntamente com essa percepção, com esse momento de luz, veio a maldição que era imaginar que bastaria a sabedoria especializada de uns poucos para elaborar um truque, ou um almoço grátis, que fizesse com que a inflação desaparecesse. Como se ela não fosse o reflexo de grandes problemas político-sociais que precisavam ser endereçados.

Com isso, a “inovação tecnológica” em matéria de combate à inflação foi, ao mesmo tempo, uma boa e uma má notícia. Na verdade, a má notícia foi muito mais importante, porque emergiu na forma da euforia que o plano gerou, tanto entre os economistas quanto em políticos, que, de repente, se encantaram com a ideia de que a inflação pudesse ser um “efeito sem causa”, ou seja “meramente inercial”. A maior decepção, porém, não foi a dos economistas, mas do restante da população que se sentiu enganada de forma atroz sobretudo pelos políticos, particularmente, pelo presidente Sarney. Nasceu aqui a ideia de “estelionato eleitoral”, com o prolongamento excessivo do congelamento a fim de assegurar a vitória do governo nas eleições para governador de 1986. Foi um desfecho trágico para um experimento que teve enorme apoio popular em seu início.

Depois do Cruzado, houve uma sucessão de tentativas de reproduzi-lo, porém, enfatizando seus piores traços, e acabaram trazendo uma mistura de voluntarismo e amadorismo. Além do Cruzadinho e do Cruzado II, mais importantes foram os planos Bresser e Verão. O Plano Bresser foi um improviso completo, feito em poucos dias para substituir uma “OTNização” cujo autor, Francisco Lopes, pensou melhor e decidiu não fazer. E o Plano Verão foi uma patética tentativa de ganhar tempo para que a presidência Sarney terminasse de forma menos vergonhosa, talvez sem atingir uma inflação maior que 50% ao mês, o limiar da hiperinflação.

Esse descontrole vai se sucedendo até o Plano Collor, quando ocorre, talvez, o apogeu dessa tendência triste de acreditar que a inflação pode ser resolvida pela magia de um decreto, uma urdidura dos economistas. Foi uma violência sem precedentes. Difícil descrever o sentimento que esse processo gerou no imaginário das pessoas e no dos economistas em particular. As lições foram inúmeras; talvez a mais clara, a de que o caminho da estabilização não era o da violência.

Voltando à sua pergunta, para cada um de nós que não tinha tido a sua experiência de governo em algum momento, ou que já havia passado por isso tempos atrás, restava a expectativa de ser convocado para a próxima tentativa. Já haviam sido tantas, quem sabe no seu bonde a direção não será a correta? Com esse espírito, quando o bonde passou por mim era pilotado por Fernando Henrique Cardoso, um inesperado ministro da Fazenda, e o convite para participar me foi feito pelo Arminio [Fraga Neto] e pelo Pedro Malan, ainda que nenhum dos dois estivesse indo para o governo naquele momento. Os dois, porém, estavam próximos de Fernando Henrique, em Nova Iorque ou Washington, nas primeiras 24 horas seguintes à sua nomeação como ministro da Fazenda, momento em que estava montando a equipe. Naquele momento, segundo me disseram, Edmar já integrava o grupo, já estava *on board*.

Trabalhar com Edmar, com Winston, com Fernando Henrique poderia até dar errado, mas estaria fazendo a coisa certa. Dar certo não passava pela cabeça de ninguém, mas fomos com tudo. Quem poderia dizer até onde seríamos capazes de ir?

## Capítulo 3

### Inflação: a doença e suas muitas curas

*O senhor foi para o governo em 1993, já na administração Itamar [Augusto Cautiero] Franco. Nesse período, como era o cenário econômico?*

Sim, ingressei em 1993. Era a minha vez. Brincávamos que as diversas tentativas de estabilização funcionavam como uma loteria, ficávamos aguardando quais seriam os próximos economistas sorteados para o plano seguinte. Depois do Plano Collor, houve o Collor II, o quinto congelamento em cinco anos, que foi um plano interrompido logo no início, já que a peça principal, que era a Taxa Referencial [TR],<sup>11</sup> foi fulminada por decisão inacreditavelmente rápida sobre sua inconstitucionalidade. Inacreditavelmente rápida, porque nunca se explicou o motivo pelo qual os ministros do Supremo Tribunal Federal demoraram tanto para deliberar sobre a constitucionalidade ou não do confisco realizado no Plano Collor, mas decidiram sobre a inconstitucionalidade da TR em poucas semanas.

A TR era a grande inovação trazida pelo Plano Collor II. Um novo tipo de indexação, supostamente destituído de inércia, por ser calculado a partir das taxas de juros de papéis pré-fixados, portanto, embutindo expectativas de inflação, com uma fórmula razoavelmente exótica, que continha também um “reductor” fixado arbitrariamente, com vistas a eliminar os “juros reais”, além de outras peculiaridades. Era uma construção cerebrina que buscava extrair uma expectativa de inflação futura, tal como revelada por juros pré-fixados, para usar em cláusulas de correção monetária em lugar dos índices habituais

---

11 Taxa de juros de referência, instituída pela Medida Provisória 294, de 31 de janeiro de 1991 (depois transformada na Lei 8.177, de 1º de março de 1991). Integrava o conjunto de medidas de política econômica do governo brasileiro do Plano Collor II e visava à desindexação da economia e ao combate à inflação. A TR deveria servir como referência para os juros vigentes no Brasil, sendo divulgada diariamente, a fim de evitar que a taxa de juros do mês corrente refletisse a inflação do mês anterior.

que usavam inflação passada. Dessa forma, a TR funcionaria como um mecanismo de indexação mais leve, com pouca inércia, e que viria a capturar de forma mais ágil a influência do congelamento, este o ponto-chave do exercício: desindexar para elevar a eficácia do congelamento. Não era uma boa tese, e caracterizava uma expressão de fé na “teoria da inflação inercial” como nenhum dos planos anteriores havia feito.

*Pode ser considerada uma espécie de indexação implícita?*

*Forward looking* seria a expressão mais indicada. Contudo, esse caso veio a proporcionar um exemplo extraordinário da importância daqueles que estão elaborando planos econômicos dialogarem com os advogados. No caso da TR, qualquer profissional do direito olharia para a fórmula e diria existir uma diferença crucial entre indicadores que medem a perda do poder de compra da moeda e os juros remuneratórios. Juridicamente, um conceito não está relacionado com o outro. A partir de juros remuneratórios, estão subtraindo juros reais tirados da cartola e afirmando que o resultado é uma indicação da perda futura de poder aquisitivo da moeda. Era um foguete, que o STF decidiu que era inconstitucional ou, mais precisamente, decidiu que a TR não era índice de correção monetária. E decidiu com tanta velocidade, que matou o Plano Collor II antes da primeira infância.

Essa decisão do STF induziu a demissão de Zélia [Maria Cardoso de Mello], e o novo ministro, Marcílio Marques Moreira, acabou assumindo no contexto do que foi descrito como o “ministério ético”, que procuraria separar a economia da política, já no contexto do debate sobre o impedimento do presidente da República. O ministro Marcílio buscou apoio do FMI e de outros ministros dessa “ala ética” para fazer uma gestão da economia supostamente desligada dos percalços políticos que o Planalto procurava superar. Era uma missão muito difícil, ainda que tenha começado bem.

Nesse período, havia a percepção de que o próprio presidente apoiara esse isolamento da equipe econômica. Porém, como “salvaguardas”: ele manteve o presidente do Banco do Brasil, Lafayette Coutinho [Torres], e o da Caixa Econômica Federal, o Mendoncinha [Álvaro

Mendonça], como o chamávamos, como seus infiltrados, ajudando na batalha contra o *impeachment*. Os dois dificultaram sobremaneira a atuação do pessoal da área econômica.

O Marcílio montou uma equipe muito boa, que contava com Francisco Gros na presidência do Banco Central. Francisco teve uma diretoria estelar: Arminio na Área Externa, Pedro [Luiz] Bodin [de Moraes] na Área de Política Monetária, Gustavo [Jorge Laboissière] Loyola na de Normas, [Luiz] Nelson [Guedes de] Carvalho na de Fiscalização e Cincinato Rodrigues [de Campos] na Administrativa. Um dos melhores conjuntos que o Banco Central já teve na sua história, mas em um período extremamente adverso. Eles foram bem-sucedidos em um primeiro momento, seguindo o acordo de *stand by* negociado com o FMI e cumprindo as metas.<sup>12</sup> Entretanto, quando o processo do *impeachment* do presidente se acelerou, a economia e a inflação saíram do controle.

*O processo do impeachment foi relativamente rápido, desde a entrevista do motorista Eriberto França à revista Veja, em 27 de junho de 1992, até a renúncia do presidente em 29 de dezembro de 1992.*

Os eventos têm ritmo imprevisível e, naquela época, ainda havia um sabor de aventura inacreditável. Após a renúncia do Collor, assumiu o vice-presidente, Itamar Franco. Na presidência do Banco Central, Francisco Gros foi substituído por Gustavo Loyola, que era funcionário de carreira, e um quadro espetacular, resultando em uma magnífica escolha. Infelizmente, o mesmo não ocorreu na seleção para ministro da Fazenda, que se sucederam. Os dois primeiros foram Gustavo Krause [Gonçalves Sobrinho] e Paulo [Roberto] Haddad que permaneceram no ministério por 76 e por 74 dias, respectivamente. Na sequência, assumiu Eliseu Resende, cuja permanência não foi muito mais longa. O país possuía um ministro da Fazenda a cada dois meses e meio, cada um deles saindo de cena por uma razão mais efêmera do que o outro.

---

12 O acordo *stand by* com o FMI é um acordo concedido aos países-membros com dificuldades em seu balanço internacional de pagamentos com a condição de esses países adotarem medidas que visem reduzir a dívida pública.

*Nenhum deles possuía um plano, uma ideia ou mesmo uma equipe bem formada?*

Nesse meio tempo, houve um plano que, felizmente, não prosperou. Foi quando o Paulo Haddad convidou Fernando de Holanda [Barbosa] para trabalhar com ele. Holanda começou a desenhar um novo plano muito semelhante ao Plano Collor, mas com algumas variações ao prever a utilização do equivalente aos recursos bloqueados para adquirir ações de empresas estatais. Um megasquema de privatização, uma proposta muito ousada, mas basicamente um outro confisco. Nunca cheguei a ver o texto do plano, mas está mencionado no livro da Maria Clara.<sup>13</sup> Conta-se que, quando o ministro Eliseu assumiu, a proposta já estava em desenvolvimento e foi por ele estimulada, mas não chegou a obter o apoio do próprio presidente. Pela dimensão da proposta e pelo que conheci do governo Itamar, não acredito que fosse prosperar.

*Como o senhor percebia o governo Itamar?*

O governo Itamar começou marcado pela personalidade do presidente: era um grande “chá das cinco”, com muita superficialidade, gestos de *marketing*, pequenos jogos de poder, muitas nomeações aqui e acolá. E o assunto do fusca, expressando o lado marqueteiro e popular do presidente. A própria história de como Fernando Henrique foi nomeado ministro da Fazenda é um exemplo de como o presidente brincava com as liturgias do poder e de como estava se divertindo com esses pequenos jogos de gabinete, de manejar autoridades daqui para lá, quem indica, quem faz. Era como um político mineiro brincando com as secretarias da prefeitura, fazendo de conta que não havia uma crise econômica e uma hiperinflação e nem que governava um país do tamanho do Brasil.

Após o ministro Eliseu Resende ter sido destituído, em razão de um episódio com a Odebrecht, chegou a vez de Fernando Henrique. Havia uma disputa entre os que o preferiam e os que queriam José Eduardo de Andrade Vieira. Fernando Henrique tinha conhecimento

---

13 PRADO, Maria Clara R. M. do. *A real história do Real*. Rio de Janeiro: Editora Record, 2005, pp 44, 49-51, 54-55.

disso, mas estava no exterior e já havia ido dormir quando a decisão foi tomada e anunciada. Fico pensando o que teria sido do Brasil se Andrade Vieira, dono do Banco Bamerindus, uma instituição já ferida de morte nesse momento, e que sofreria intervenção logo adiante, tivesse sido nomeado ministro da Fazenda ao invés de Fernando Henrique. Isso sem falar no pensamento econômico de Andrade Vieira. Às vezes, o destino é caprichoso, poderia ter sido uma confusão. Mais um ministério confuso, talvez mais seriamente do que os três anteriores. Mas o escolhido foi Fernando Henrique. Tudo parece excessivamente acidental. É curioso que, para quem estuda história, a sensação é de que existem forças divinas, ou determinações lógicas, fazendo as coisas acontecerem do modo como aconteceram. Minha passagem pelo governo me tirou qualquer crença na deusa Clio<sup>14</sup> ou na lógica do materialismo dialético.<sup>15</sup> Em matéria de História, me tornei absolutamente ateu, não existe Razão em Movimento, tampouco a Mão Divina, nada disso existe. Existe o acaso. Este sim que, segundo Machado de Assis, troca os cálculos da natureza. Foi o que vi.

---

14 Segundo a mitologia grega, Clio, filha de Zeus e Mnemósine, é a musa da História e da criatividade. Simboliza que o conhecimento é fruto da leitura e do estudo.

15 Concepção filosófica materialista que busca, por meio do método dialético, analisar e compreender os fenômenos do mundo. Defende que, para se estudar um fenômeno, é necessário conhecer sua história e seus processos de formação e transformação.

## Capítulo 4

### Plano Real

*O governo Itamar Franco era fortemente influenciado pelo temperamento mercurial do presidente. Como era a relação entre o presidente da República e o ministro da Fazenda? E qual era o impacto dessa relação sobre o plano econômico em elaboração?*

Quando começamos a trabalhar, tudo era muito delicado. Quando o ministro Fernando Henrique assumiu, em maio de 1993, o que mais lhe perguntavam era se faria outro choque. Faria, mas não era a missão. Era preciso proceder com imensa cautela. Passaram-se alguns meses antes que fizéssemos nossa primeira reunião de equipe para começar a falar a sério sobre um plano de estabilização. Durante várias semanas, era um assunto interditado.

Em junho de 1993, lançamos uma iniciativa chamada PAI – Plano de Ação Imediata – que era o esboço de um conjunto de medidas que precisariam ser tomadas como uma espécie de pré-condição para um combate consequente à inflação. Eram, talvez, 30 medidas. Maria Clara, em seu livro, usa uma expressão maliciosa sobre o que fizemos: “Era uma espécie de testamento antecipado. Se não der certo, foi porque vocês não conseguiram cumprir essa agenda”.<sup>16</sup> Entre os temas abordados, estavam receita tributária, despesas do governo, privatizações, reorganização dos bancos federais, saneamento dos bancos estaduais, entre outros. Aquilo era, vamos dizer, o resumo do que normalmente designamos como os fundamentos da estabilização que, conforme se pode aferir nos anos que se seguiram, acabou sendo um roteiro seguido criteriosamente. Essa “inversão de pauta” foi fundamental para o [Plano] Real, era o momento de demonstrar que

---

16 P. 75: “O PAI foi uma espécie de testamento antecipado para dizer o seguinte: ‘Se é para partirmos na direção de algum programa, tem que ser algo ambicioso e tem de mexer nas bases do Estado, porque o ajuste fiscal não depende do desejo do ministro de não assinar, de não liberar. Tem de fazer a privatização, as reformas, e nada disso é fácil’”.

nossa equipe tinha um plano ambicioso para a economia, no seio do qual vinha a solução para o problema da inflação. Mas, dessa vez, só iríamos contá-lo depois que as questões fundamentais – as ditas pré-condições – fossem endereçadas, e não antes. Todos havíamos vivido o Cruzado, alguns de nós na cabine de comando, e sabíamos bem como funcionava. No começo do plano, você é prestigiado por toda a classe política porque tem o truque; e, se você o entrega, eles não precisam mais de você e se esquecem dos deveres de casa que tinham que cumprir. O problema é que a mágica só funciona se você fizer o dever de casa. Se não é feito, a coisa vai dar errado, mas só depois de algum tempo e, por conta do sucesso inicial, o político se reelege. A “economia política” entre os economistas e a liderança política é muito complexa. Sabendo dessas coisas, dessa vez, nos unimos em torno do “não pacote”, o PAI, e começamos pelo fim, pelos fundamentos, para não perder o controle da agenda. Não que se vá resolver todos os problemas fundamentais na partida, mas era essencial começar uma trajetória, fixar um roteiro e trabalhar nele pelos próximos três, quatro, cinco anos.

Para os preparativos do livro que estou escrevendo,<sup>17</sup> levantei o que havia de arquivos sobre isso e achei um documento sobre o PAI que é uma preciosidade. É uma análise do então senador Eduardo [Matarazo] Suplicy sobre o PAI que foi utilizada por ele em alguma audiência pública à qual compareci. A partir das 30 medidas do programa, ele e dois assessores fizeram uma análise da probabilidade de implementação de cada uma das medidas. Obtive esse documento depois da audiência e guardei comigo. Um dia desses, estive com ele em um debate em uma faculdade em São Paulo e contei que havia guardado o documento, que era mais organizado do que o que eu tinha no Ministério da Fazenda. Um dos assessores dele era o [Bazileu Alves] Margarido [Neto], que agora trabalha para a Marina [Osmarina Silva de Sousa]. Mundo pequeno.

Os preparativos para o programa de estabilização compreendiam muitos exercícios. Estávamos aprendendo, entendendo o contexto, conhecendo as pessoas, ganhando controle de máquinas importantes

---

17 FRANCO, Gustavo. *A moeda e a lei*. Em elaboração quando da realização da entrevista e publicado em outubro de 2017, pela Zahar Editora.

sem as quais não poderíamos ir muito adiante. O Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, por exemplo, eram fundamentais para quem olhava o setor público pelo ângulo do Ministério da Fazenda. O Conselho Monetário Nacional [CMN] era e continua sendo o coração da estrutura. Controlando o CMN, controla-se tudo. O Banco Central ainda não era nosso, nem o BNDES. O presidente do Banco Central era o [Paulo César] Ximenes, um cara do bem, funcionário de carreira, supercooperativo, legal, mas precisávamos de um membro da nossa equipe ali. O mesmo valia para o BNDES, preventivamente. Não que o BNDES fosse ter muita relevância na estabilização, mas teria na privatização e, por isso, era prudente não deixar uma engrenagem tão importante da máquina, com tanta gente inteligente, nas mãos de alguém que não pensasse como nós. Começamos, portanto, a aglutinar forças na área econômica. A oportunidade veio em outubro, quando Fernando Henrique, finalmente, conseguiu trazer o Persio [Arida] e o Pedro Malan para o time. O Pedro foi para o Banco Central e o Persio, para o BNDES. Com eles, completamos o grupo. A partir daí, tínhamos um time e, ao mesmo tempo, já estávamos bem familiarizados com as máquinas do governo e com uma certa ideia do que fazer a seguir.

Edmar e eu ficávamos em Brasília todo o tempo, sem rotina definida, porque estávamos costurando, fazendo os preparativos; Winston também estava lá, mas estava mais envolvido no dia a dia do Ministério da Fazenda. Quando o Pedro veio, fui para a Diretoria da Área Externa do Banco Central, mas já estava combinado que a Área Internacional seria gerida pelo Chico Pinto [Francisco Eduardo de Almeida Pinto], que assumiria a Diretoria de Política Monetária, pois eu precisaria ficar livre para coordenar o grupo do plano.

Os membros do grupo do plano estavam distribuídos em diversas posições, mas era necessário que alguém que atuasse como o relator do grupo estivesse em Brasília, junto aos advogados e aos “300” núcleos setoriais que precisam ser consultados quando se elabora um plano econômico. É preciso contar com a ajuda de um especialista numa variedade muito grande de assuntos. Pode ser em previdência do setor público, onde está a pessoa que sabe tudo sobre isso? E um especialista em política salarial? Sabia-se que, no Ministério do

Trabalho, havia uma pessoa do bem e uma do mal, não se podia errar, qual vamos escolher para trabalhar conosco ou mesmo para consultar? O advogado, o procurador que é mais especializado em determinada área. Todos estavam em Brasília, cada qual em seu local de atuação. O relator do grupo deveria saber quem era cada um deles e deveria chamá-los, tomar notas, dizer o motivo pelo qual precisa obter aquela informação, enfim, trazer as pessoas, ir tecendo a costura entre velhos burocratas e advogados que participaram de outros planos. Era necessário descobrir como os planos anteriores resolveram algumas questões específicas, e sempre tem alguém que sabe, que tem a informação na memória. Se o relator do grupo não estivesse em Brasília todo o tempo, cuidando de cada detalhe, o projeto não avançaria. E essa responsabilidade recaiu sobre mim, mais do que sobre qualquer outra pessoa, e no Clóvis [Carvalho], que era quem tinha a autoridade executiva para mobilizar as pessoas.

O Clovis fazia uma reunião bem organizada, toda terça pela manhã, na qual cobrava os resultados de cada um, inclusive sobre os andamentos das iniciativas do PAI. Ai daquele que não cumprisse com o combinado. Gradualmente, a rotina se estabeleceu. Não podíamos contar com Fernando Henrique, pois ele estava o tempo inteiro na estrada, ou no Palácio do Planalto, atendendo às solicitações do presidente. Ministros têm uma rotina exaustiva, não têm tempo para nada que seja interno, relativo apenas ao ministério que comandam. Por isso, os secretários-executivos têm um papel importantíssimo. Se o secretário-executivo é eficiente, sabe utilizar bem o seu tempo, como era o caso do Clovis, consegue tratar das questões internas do ministério, da burocracia, com tranquilidade, e ainda tem tempo para realizar outras atividades mais interessantes.

No Banco Central, eu tinha tempo e recursos, o que não havia no Ministério da Fazenda. O Ministério era uma organização meio caótica, sobretudo, a Secretaria de Política Econômica [SPE], que tem uma estrutura de uns cinco funcionários, enquanto a Receita Federal tem cinco mil e a Secretaria do Tesouro mais um monte. Na SPE, a estrutura éramos nós. Se fosse preciso realizar algum estudo ou alguma outra demanda, não havia para onde correr, ninguém para delegar. No Banco Central, em contraste, havia uma máquina

super bem treinada que tinha totais condições de atender a qualquer demanda. E, ao mesmo tempo, é mais protegido. No Ministério da Fazenda, não tem nem recepção; para entrar ou sair, tem-se que passar pelos jornalistas que ficam ali, e eles vêem todo mundo que passa e fazem perguntas. Algum arquiteto que não entende nada da atividade que seria desenvolvida nesses prédios desenhou esse sistema. Os prédios são bonitos, a arquitetura de Brasília é daquelas coisas de que não se pode falar. No Banco Central, era possível ao menos entrar e sair, bem como receber visitas, com privacidade.

## URV e PAI

*O Plano Cruzado foi a grande referência para a elaboração do Plano Real ou todos os planos anteriores foram igualmente relevantes para o aprendizado?*

Todos foram importantes. O Cruzado foi o principal e o mais bem organizado dos planos da modalidade “choque heterodoxo”. Havia pouco a aprender com o Plano Bresser e com o Plano Verão: com o Verão, talvez, um ou outro truque novo; com o Bresser, basicamente, o que não fazer. O Plano Bresser teve uma particularidade jurídica que foi o fato de ter sido o único dos planos em que não houve mudança do padrão monetário, o que fazia com que a aplicação de sua tablita gerasse insegurança e mal-estar entre os advogados. A tablita do Plano Cruzado era totalmente justificável, conceitual e juridicamente, a partir da ideia de que se estava mudando de moeda conforme determinado por uma lei. No momento da mudança da moeda, essa tablita permitiu que se pudesse regular a conversão das obrigações pós-fixadas, como é o caso de um CDB, e nelas aplicar um fator de deflação, que era a própria tablita. Assim, qualquer advogado especialista em direito monetário aceitará a mudança da moeda, tendo em vista a autoridade do Estado para legislar sobre esse assunto. Mas como justificar o uso de uma tablita na ausência de mudança de padrão monetário? Essa e mais uma “defasagem” em reajustes salariais por conta da fórmula de pré-fixação de preços e salários do plano foram as “bombas” deixadas pelo Plano Bresser. A defasagem salarial teve que ser coberta logo a seguir, mas muitos anos se passaram até o julgamento surpreendentemente favorável à

tablita do Plano Bresser com base na chamada “teoria da imprevisão”. Digamos que o STF não queria criar mais confusão com os planos econômicos do que os economistas já haviam criado.

A criação da URV [Unidade Real de Valor] é um aspecto do Plano Real que não existiu em nenhum dos planos anteriores, apesar de a ideia estar presente em todos eles, porque todos os seus mecanismos estavam ali de alguma forma. A URV tinha um parentesco próximo com uma antiga ideia do André [Pinheiro de Lara Resende] e do Persio, que nunca foi colocada em prática, da moeda indexada, conhecida como Larida. Essa ideia sempre foi sedutora, mas nunca foi implementada porque, todas as vezes em que foi cogitada, a complexidade prática e os riscos de execução se mostraram gigantes e, com isso, aparecia o temor de que uma condução desastrada gerasse hiperinflação.

O raciocínio, que se repetiu algumas vezes, era o seguinte: todas as vezes em que se tem duas moedas de pagamento concomitantes em uma economia com inflação alta, cria-se um mecanismo perverso pelo qual, havendo a possibilidade de receber os pagamentos em moeda boa ou em moeda ruim, haverá preferência por receber em moeda boa; e, do contrário, para efetuar pagamentos, a preferência será por utilizar a moeda ruim. O resultado é que todas as aquisições realizadas com a moeda ruim serão mais caras, porque os agentes estarão dispostos a pagar mais, e o recebedor está menos disposto a receber em moeda ruim. Então, havendo duas moedas de pagamento, os preços na pior moeda vão tender a explodir, provocando, assim, a hiperinflação. Essa foi a dinâmica que ocorreu na Alemanha depois de abril de 1923 – um caso de moeda dupla –, quando uma segunda moeda entrou em circulação. A Hungria, em 1946, onde também coexistiram duas moedas de pagamento, teve a pior hiperinflação registrada na história. E houve o caso – a exceção que confirma a regra – da União Soviética, que experimentou esse mecanismo, mas consertou-o antes que degenerasse. Foram três eventos na história, três experimentos naturais.

A URV, em seu desenho, tinha algum parentesco com a moeda indexada usada no caso alemão, o *rentenmark* – que eu conhecia muito bem –, alguma semelhança com a ideia do André e do Persio e um

“cheiro” argentino porque a ideia da moda, naquela ocasião, era o *currency board*. O próprio André já preferia que andássemos na direção do que fez a Argentina em lugar de experimentar o “Larida”. Muitos, de fato, esperavam que adotássemos um plano à moda Argentina, com dolarização e fixação do câmbio. Houve um pouco disso, a parte boa, mas, ao mesmo tempo, a URV não era nenhuma dessas coisas. Era algo novo, que nós inventamos e foi um sucesso magnífico.

É claro que o plano não era apenas o desenho da URV e da reforma monetária, havia um mundo de consequências e de questões setoriais que era preciso cuidar sem erros. Por isso, e de forma muito natural, a “equipe econômica” foi crescendo de tamanho e incorporando grupos especializados em vários temas, atuando em várias frentes e de várias origens. Tinha muitos economistas, mas também inúmeros advogados, funcionários de carreira que tinham participado da área operacional dos outros planos, como gente da área de previdência, entendidos de SFH [Sistema Financeiro de Habitação], de precatórios, e de inúmeras outras áreas nas quais os outros planos tinham tido problemas. Muitas das soluções tiveram que ser novas e foram evoluindo ao longo do tempo.

Todos na equipe tinham um entendimento refinado das experiências anteriores, seus perigos, suas possibilidades, os modelos que dão certo ou não dão certo, assim como as condições macroeconômicas essenciais para um plano como esse funcionar. O diferencial do [Plano] Real foi a feliz confluência de circunstância que permitiu que pudéssemos endereçar logo questões que criariam as pré-condições necessárias para a reforma monetária que pretendíamos, sem congelamento, sem canetada, e também um desenho engenhoso que permitia que as pessoas aderissem ao programa de forma voluntária, em consonância com seus interesses e incentivos, nada forçado. Era como se houvesse a “mão invisível” de Adam Smith em operação. Uma imagem bastante comum na época, criada pelo Edmar, e que caiu no esquecimento, era a da torcida: o juiz estava apitando um jogo, mas os jogadores em campo não eram o mais importante, o importante era a torcida. O que acontecia é que o camarada da primeira fila levantava, o que estava atrás dele levantava e assim sucessivamente todos iam se levantando até que todo mundo estivesse assistindo o jogo em pé, de

maneira desconfortável. Quando isso acontece, como você faz para todo mundo sentar? É um problema de coordenação, onde se faz necessário um mecanismo de decisão coletiva que seja eficiente e, idealmente, individualizado, para que cada um siga seus instintos que, por sua vez, seja o que for melhor para o conjunto. Esse era o desafio conceitual da reforma monetária que se somava ao desafio dos fundamentos, como a gente dizia na época.

*Quando menciona a ideia do Persio e do André, refere-se ao Larida dos anos 1980? Eles faziam parte do seu círculo na PUC-Rio?*

Ambos foram professores na PUC-Rio durante meu mestrado. André chegou à PUC em algum momento durante o curso, mas não foi meu professor, embora fosse professor da casa. Persio morava em São Paulo e passou uma temporada na PUC lecionando. Tive pouco contato com ambos naquele período. No governo Itamar, André assumiu a negociação da dívida externa em outubro de 1993, mas foi embora logo depois, em dezembro. Nesse mês, publicamos a exposição de motivos que indicava como seria a URV. André ajudou a elaborar esse documento, mas saiu do governo em seguida, junto com o Chico Pinto, bem antes de começar o jogo. O Persio participou bem mais das conversas sobre a URV. Como era presidente do BNDES, se encontrava com o restante do grupo ao menos uma vez por semana em Brasília.

*Qual era o envolvimento do presidente Itamar Franco com a equipe e com o plano durante sua formulação?*

Ele não tinha envolvimento nenhum. Dava autonomia completa ao ministro da Fazenda. Não sei como Fernando Henrique o mantinha informado sobre as opções que íamos fazendo durante essa fase de formulação do Plano. Evidentemente, alguma informação recebia, mas eram apenas ideias ou possibilidades, exibidas a conta-gotas. A prova de fogo seria o momento de mostrar o plano completo ao presidente, na versão pronta para ir para a rua. Esse seria o momento mais difícil, considerando os “riscos de desenho”, em face às alterações que viessem do Palácio. Foi nessa fase que o Cruzado foi fulminado. As pessoas que cercavam o presidente Itamar não

eram especializadas em assuntos econômicos, e o normal era que, num assunto complexo como a URV e suas implicações, confiassem em nossas decisões. Se quisessem interferir, especialmente para introduzir medidas populistas, seria um problema. Um baita problema. Acho que Fernando Henrique conduziu espetacularmente bem esse processo. Manteve o presidente adequadamente informado até que, em determinado final de semana, foi preciso fazer uma reunião ministerial formal para discutir o texto da medida provisória que seria afinal assinado pelo presidente e que seria publicado na segunda-feira. A decisão precisava ser tomada naquela mesma noite, para que o texto pudesse ser publicado no DOU [Diário Oficial da União] do dia seguinte. O plano precisava ser implementado ainda em fevereiro. Para isso, o texto deveria ser publicado no DOU até 28 de fevereiro, e estávamos no dia 27. Então, a reunião aconteceu em um final de semana. Havia uma razão técnica para isso que não cabe explicar aqui, mas se perdêssemos a data, só poderíamos lançar o plano no mês seguinte. Há narrativas bem detalhadas dessa reunião nos livros do próprio Fernando Henrique,<sup>18</sup> da Maria Clara<sup>19</sup> e do Guilherme Fiuza.<sup>20</sup>

A reunião durou o dia inteiro, começou com um almoço. Por volta das duas da tarde, eu e Murilo Portugal, que era o secretário do Tesouro, fomos chamados para esclarecer dúvidas. Esperamos em uma antessala até sermos chamados. Explicamos as dúvidas e saímos para aguardar até que chamassem novamente. Fomos chamados ainda uma segunda vez, até que, na terceira, ficamos na reunião.

### *Todos os ministros participaram dessa reunião?*

Nem todos. Estavam presentes os ministros Fernando Henrique; Sérgio Cutolo [dos Santos], da Previdência; Walter Barelli, do Trabalho, que estava acompanhado de um assessor; Alexandre Dupeyrat, da Justiça; [Henrique] Hargreaves, da Casa Civil; Mário

---

18 CARDOSO, Fernando Henrique. *Diários da Presidência – 1995-1996 (Volume 1)*. Rio de Janeiro: Companhia das Letras, 2015.

19 PRADO, Maria Clara R. M. do. *A real história do Real*. Rio de Janeiro: Editora Record, 2005, pp. 203-204.

20 FIUZA, Guilherme. *3000 dias no bunker: um plano na cabeça e um país na mão*. Rio de Janeiro: Record, 2015, pp. 135-144.

Durante, secretário-geral do governo e dois ministros militares. Dos ministros militares, o mais combativo era o almirante Arnaldo [Leite Pereira]. Fernando Henrique dizia que ele era a CUT de fardas, pois só pensava em salário.

Naquele momento, o Plano correu seríssimos riscos. É muito difícil trabalhar por meses, envolver centenas de pessoas, sofrer para estruturar um plano para, em determinado momento, alguém, que está vendo o Plano pela primeira vez, dizer que não concorda com determinado detalhe por uma razão efêmera ou porque o projeto interfere com um problema isolado, como o salário de uma categoria específica. Durante a reunião foram discutidos alguns pontos muito polêmicos, os de sempre, mas, por volta da hora do jantar, depois de muito suor, tudo estava mais ou menos resolvido. Faltava redigir alguns pontos que eu e Dupeyrat escrevemos e uma pessoa imprimiu, colheu as assinaturas e levou para o Diário Oficial. Voltamos para o Ministério da Fazenda já tarde da noite, onde estava todo mundo reunido, para comemorarmos. Afinal, o projeto tinha passado ileso.

Esse foi o momento mais eletrizante de todo o processo. Por mais emocionante que tenha sido o que se seguiu, quando a URV foi para a rua, quando os mercados abriram, de certa maneira, todos estávamos seguros do que tínhamos feito. Podia dar certo ou errado, menos certo, mais errado, mas as coisas foram acontecendo de acordo com o esperado. O que era incontrolável e podia, de fato, ter sido uma ameaça era essa superficialidade tola de autoridades com agendas idiossincráticas que poderia ter comprometido tudo naquele momento. Aquela reunião foi o momento mais vulnerável de toda a construção do Plano. Com o tempo, a opinião pública passa a conhecer as medidas, começa a ver que estão funcionando, e o plano vai se tornando mais forte, consolidado. Após a implementação, o contexto é diferente, não vai aparecer ninguém com uma ideia maluca.

*No livro A história real, de Gilberto Dimenstein e Josias de Souza,<sup>21</sup> sobre a campanha política de FHC, é mencionado que José Serra e Mário*

---

21 DIMENSTEIN, Gilberto & SOUZA, Josias de. *A história real: trama de uma sucessão*. São Paulo: Ed. Ática, 1994.

*Covas [Júnior] foram convidados para participar da elaboração do Plano. Houve o envolvimento de parlamentares na formulação do Plano?*

No geral, não houve a participação de políticos. O Serra ajudou no PAI, que eram as pré-condições para o funcionamento do Plano. Precisávamos conhecer a máquina, elencar as principais atividades em andamento, temas, problemas, e assessores do Serra nos ajudaram nesse sentido, especialmente o Marcos Tavares. O Serra ajudou. Depois disso, não mais. Das reuniões de equipe, o Serra participou de uma, mas ficou apenas cinco minutos. A famosa reunião com os políticos do PSDB [Partido da Social Democracia Brasileira], foi mais uma reunião simbólica, política, do que técnica. Foi um jantar organizado pelo Fernando Henrique que reuniu as grandes lideranças do PSDB, como Covas, Tasso [Ribeiro Jereissati], Ciro [Ferreira Gomes], Serra e mais alguns dos quais não me lembro os nomes. Essa reunião serviu para aproximar essa turma das principais ideias do plano que, afinal, precisava ser uma iniciativa do grupo. Fernando Henrique não era o economista do grupo. Na verdade, era meio estranho, para esse grupo, que fosse ele a comandar a Fazenda naquele momento. Esse grupo sempre enxergou o Serra como o economista do grupo. Além disso, Fernando Henrique sempre teve muito respeito pelo Serra como o economista histórico do PSDB, quase ministro em ocasiões anteriores, mas quis o destino que não fosse desse outro jeito.

Serra quase foi ministro do Collor, após o fracasso do Plano Collor I. Fazendo um parêntesis interessante: o PSDB chegou “a namorar” o Collor; e, por um curto período de tempo, o Serra foi cogitado para assumir a Fazenda. Antecipando sua nomeação, começou a promover, em sua casa, em São Paulo, reuniões entre economistas para discutir os próximos passos. As pessoas que participavam dessas reuniões eram as mesmas que posteriormente foram trabalhar com o Fernando Henrique. Mas a articulação entre PSDB e Collor não avançou, penso que foi o próprio Mário Covas que insistiu para que o PSDB recuasse. Como resultado, o chamado Plano Collor II foi feito pela mesma equipe econômica que fez o Plano Collor I, liderada pela Zélia. Após o lançamento do Plano Collor II, houve mais uma reunião na casa do Serra, agora com vistas a avaliar o que foi feito, e

cujo resultado foi um texto escrito por mim e pelo Serra que analisava o Plano Collor II.<sup>22</sup> Esse texto foi publicado em um livro do Clovis de Faro, que já havia feito uma coletânea muito bem organizada sobre o Collor I e resolveu fazer, também, sobre o Collor II.

O contexto, nesse momento, era o seguinte: o Serra era o economista do partido, e o Covas, o principal líder desse grupo. Havia jovens cearenses impetuosos, como o Tasso e o Ciro, que foram importantíssimos também, e o José Richa, se não me engano, e ainda havia outros. Era preciso que aquele grupo nos apoiasse, já que tínhamos um plano que era um passaporte para o paraíso para todos ali, talvez. Fernando Henrique usou a reunião para explicar o que ia se passar e para unir o grupo, ou seja, para ter as lideranças do PSDB todas engajadas. Ele explicou brevemente o que íamos fazer, cada um de nós falou e todos estávamos curiosos para saber o que o Serra iria falar, mas antes disso o Covas, que tinha a liderança do grupo de verdade, se antecipou, com seu jeito meio italianado-paulistano: “Nós vamos apoiar porque estamos todos nesse barco queiramos ou não. E aí, Serra? Ok?”. E o Serra anuiu, levemente contrariado, como é o jeito dele mesmo, e praticamente nada falou. Essa foi, basicamente, a participação dos políticos. Claro que havia movimentação no Parlamento e que mísseis podem ter sido disparados contra nós, mas que nem vimos e nem ficamos sabendo. Boa parte dessas encrencas foram resolvidas pelo Edmar nas conversas sobre a conversão da Medida Provisória em lei. O sucesso do plano fez com que atropelássemos qualquer pequena chantagem no terreno parlamentar.

Nesse período, Edmar Bacha já tinha encerrado o que, para ele, foi sua grande missão inicial: viabilizar a Emenda Constitucional do Fundo Social de Emergência.<sup>23</sup> Com isso, ele praticamente se

---

22 FRANCO, Gustavo & SERRA, José. Análise econômica do novo plano de estabilização. Em FARO, Clovis de (org.) *A economia pós-Plano Collor II*. Rio de Janeiro: Editora Livros Técnicos e Científicos Ltda., 1991, pp. 139-148.

23 O Fundo Social de Emergência foi instituído pela Emenda Constitucional de Revisão 1, de 1º de março de 1994, e concebido para vigorar por dois anos (1994/1995). Tinha como objetivo conferir ao governo federal mais flexibilidade no gerenciamento dos recursos públicos. Foi sucedido pelo Fundo de Estabilização Fiscal e pela Desvinculação de Recursos da União (DRU). Ver BRASIL. Banco Central do Brasil. *Manual de finanças públicas*: sumário dos planos brasileiros de estabilização e glossário de instrumentos e normas relacionados à política econômico-financeira. Brasília: Banco Central do Brasil, 6ª edição revisada, jun de 2008.

mudou para o Congresso para tratar diretamente com os senhores parlamentares da Medida Provisória da URV. Nós passamos a chamá-lo de senador. De vez em quando, ele sentava conosco para contar o que se passava por lá. Era engraçado porque vinham todas as ideias malucas do mundo. E ele dizia que nem contava as piores. Mas o fato é que, tendo em vista que o mecanismo da URV estava dando certo, e isso fazia toda a diferença, havia pouco espaço para populismo, concessões e invenções. Depois de algumas negociações menores e ajustes pequenos, a medida provisória da URV logo foi convertida em lei, sem maiores dificuldades.<sup>24</sup>

*O PAI envolvia fortes medidas de ajuste fiscal. Houve alguma resistência do Congresso a ele? O senhor poderia nos explicar um pouco sobre o mecanismo?*

O PAI não era um plano como entendemos o Plano Real ou o Cruzado. Ou seja, ele não era composto de medidas oferecidas ao Congresso, naquele momento, para aprovação. Era uma lista de intenções, nada mais. Era, para ser mais preciso, uma agenda de providências a serem tomadas ao longo do tempo em seis ou sete áreas distintas: orçamento, bancos estaduais, bancos federais, privatização e outros grandes temas. Para cada área, havia cinco, seis, sete providências listadas. Tudo isso no futuro, aos poucos, conforme a prioridade e a oportunidade. Em relação aos bancos federais, por exemplo, havia sete itens listados no PAI e o último deles era privatizar o Banco Meridional, que estava no Plano Nacional de Desestatização [PND]<sup>25</sup> desde 1990, mas que os gaúchos não queriam permitir de jeito nenhum. Sempre que ia ao Rio Grande do Sul, a primeira pergunta que me faziam era se eu era favorável a privatizar o Meridional. Depois de algum tempo, antes mesmo que me perguntassem, já respondia que o banco ia ser

---

24 A Medida Provisória 434, de 27 de fevereiro de 1994, que instituiu a URV, foi convertida na Lei 8.880, de 27 de maio de 1994.

25 Criado pela Lei 8.031, de 12 de abril de 1990, estabeleceu como metas de médio e longo prazo transferir à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público; contribuir para a redução da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público; permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que viessem a ser transferidas à iniciativa privada; contribuir para a modernização do parque industrial do país; permitir que a administração pública concentrasse seus esforços nas atividades em que a presença do Estado fosse fundamental para a consecução das prioridades nacionais; contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrassem o Programa.

privatizado sim, era questão de tempo. Curiosamente, coube a mim fazê-lo pessoalmente porque, quando assumi a presidência do Banco Central, em meados de 1997, estávamos há poucos dias do leilão do Meridional, e a privatização de bancos era conduzida pelo BCB, não pelo BNDES. Tive, portanto, a satisfação de assistir pessoalmente, na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, a disputa entre a Caixa Geral de Depósitos (de Portugal), o Bradesco e o Banco Bozano Simonsen, que fez a proposta vencedora para a aquisição do Meridional.

Em outros assuntos, o PAI era até mais vago. Não era possível escrever no PAI que o Banco do Brasil precisava de uma capitalização. Isso não se escreve em um documento que vai ser distribuído. Mas foi o que aconteceu. Para o exercício de 1995, o primeiro sem inflação destrambelhada, o Banco do Brasil teve que reconhecer um prejuízo de R\$4,2 bilhões o que consumia mais da metade do seu capital, que estava em torno de R\$6,8 bilhões. Já se sabia que em 1996 ia ser pior e, por isso mesmo, quando o resultado de 1995 foi anunciado, em março de 1996, uma Medida Provisória [1.367/1996] autorizando uma capitalização pelo Tesouro já estava proposta. No primeiro semestre de 1996, o prejuízo do banco foi de R\$7 bilhões e, no ano inteiro, de R\$8 bilhões. Mas também em 1996, houve a capitalização de R\$8 bilhões. A verdade é que o Banco do Brasil estava muito seriamente comprometido, assim como boa parte dos bancos, sobretudo os públicos que, além de todos os fantasmas comuns aos bancos privados em relação às distorções provocadas pela inflação, tinham, ainda, a estabilidade do funcionário e os entraves próprios de instituições públicas, que os tornam menos eficientes e rentáveis.

No Banco do Brasil, em especial, havia uma mistura inacreditável de atividades públicas e privadas, além de muitos conflitos de interesses. O Banco do Brasil, pelo que estabelecia a medida provisória da capitalização, precisaria fazer diversos ajustes importantes, que incluíam até o Projeto Jari. Quando financiou o projeto Jari, por exemplo, havia uma garantia do Tesouro Nacional que estabelecia que a diferença de taxas entre o que o Projeto Jari deveria pagar e o que o Banco do Brasil deveria receber seria coberta pelo Tesouro. E havia diversos outros arranjos desse tipo, nem sempre escritos da forma clara: Programa do Leite, Proagro Velho, Polonetas, etc. Com

a edição da medida provisória, todas essas pendências, que já eram conhecidas desde 1992, quando o PAI foi elaborado, vieram à tona e foram resolvidas. Mas, até aquele momento, não era possível colocar no papel que o Banco do Brasil estava quebrado porque havia vários esqueletos que um dia precisariam ser reconhecidos e pagos. Com esses ajustes, o Banco do Brasil recebeu, possivelmente, um valor equivalente ao da capitalização. Ele cobrou até pelos serviços realizados pela Cacex. Ou seja, desde 1953, o Banco do Brasil emite, com exclusividade, as guias de importação para o comércio exterior brasileiro, pelo qual achava que deveria cobrar uma taxa de expediente, que não era pequena. Tinha o monopólio da emissão dessas guias e cobrou uma taxa de expediente retroativa, atualizada pela inflação [IGP] e acrescida de juros de 6%. Para a edição da medida provisória, um grupo de trabalho efetuou os cálculos referentes a essa taxa e concluiu que o BB deveria receber algumas centenas de milhões de reais que o Tesouro Nacional pagou. Tudo isso já era sabido em 1992-1993. Por isso, quando criamos o PAI colocamos, entre as sete ações relevantes para os bancos federais, um item aparentemente inocente, que previa a separação, dentro das instituições federais, das funções associadas ao funcionamento desses bancos como agentes do Tesouro daquelas vinculadas à sua atuação como instituições bancárias. Uma mensagem que antecipava o que seria realizado em 1995, quando o momento chegou.

Em relação aos bancos estaduais, o PAI estabelecia dez providências para sanear seus problemas, mas apenas em 1996 editamos a Medida Provisória que criou o Proes [Programa de Incentivo à Redução do setor Público Estadual na Atividade Bancária].<sup>26</sup> Em 1994, já havíamos realizado intervenções no Banco do Estado de São Paulo (Banespa), Banco do Estado do Rio de Janeiro (Banerj), Produban – de Alagoas –, Banco do Estado de Rondônia (Beron) e Banco do Estado de Goiás (BEG), mas só em 1996 a medida provisória “arrumou a casa”. Não era possível dizer que os bancos estaduais estavam quebrados e que o quadro pioraria com o fim da inflação; nem que atuavam como bancos centrais de seus estados, constituindo usurpação de uma função federal, uma distorção inacreditável. E que no financiamento a seus controladores haviam cometido excessos

---

26 Medida Provisória 1.514, de 7 de agosto de 1996.

incríveis. Nada poderia ser dito antecipadamente, era necessário proceder com calma e ir resolvendo as urgências uma de cada vez, sem criar confusão.

É importante ter clareza que esses programas com os bancos públicos eram a parte mais sensível da reconstrução institucional da moeda. Nada menos. A centralidade desse processo nem sempre era percebida mesmo pelos economistas ortodoxos, supostamente mais fundamentalistas, e que, nesse caso, diante da atenção toda dedicada à URV, ficavam perguntando onde estava a “mudança do regime fiscal” que ia atacar as causas fundamentais da inflação, os determinantes do *deficit* primário. Claro que era uma pergunta relevante, assim como a pergunta tipicamente monetarista, ou austríaca, “por que não param simplesmente de fabricar dinheiro?”. Esta era mais fácil, pois a fabricação de dinheiro não era mais, a essa altura, um assunto da indústria gráfica, ou da pintura de papel, mas um processo associado aos bancos públicos, todos funcionando como se fossem bancos centrais. Tínhamos 64 instituições financeiras estaduais naquela época, 30 dos quais eram bancos, na verdade, bancos centrais estaduais. Hoje, são cinco e funcionam como bancos comerciais comuns: Sergipe, Pará e Espírito Santo – que são bancos pequenos – e o Banco do Estado do Rio Grande do Sul (Banrisul) e o Banco de Brasília (BRB). O Banco do Estado de Santa Catarina (Besc), foi absorvido pelo Banco do Brasil assim como o Banco Nossa Caixa, de São Paulo. Os que operam até hoje, funcionam como um banco privado e nunca mais um banco estadual fez bobagem. Assim conseguimos reconquistar o controle sobre a moeda.

Conforme as mudanças acontecem, conquista-se credibilidade. Estávamos realizando um programa para os bancos estaduais, outro para os bancos federais, outro para as privatizações. Cada uma dessas frentes tinha que avançar. É assim que se reponde a quem inicialmente questionava os fundamentos do que propunhíamos para o combate à hiperinflação.

Não foi simples tratar cada um dos itens do PAI, cada área era complexa, mas a vida de rearrumar um país como o nosso, sobretudo em um período de hiperinflação como o que enfrentamos naquela época,

exige muita paciência. É uma tarefa longa, dolorosa, complicada, e na qual não se vai fazer amigo. Mesmo porque é preciso ser firme com as pessoas diretamente prejudicadas pelo fim dos privilégios que estão sendo extirpados, enquanto aqueles que são beneficiados, sequer percebem o bem que está sendo feito a eles. É uma luta que se trava sozinho, no inverno, sem apoio. Só quem vai te apoiar é a sua mulher, se estiver acordada quando você chegar em casa.

*Interessante essa análise dos benefícios difusos. O próprio fim da hiperinflação já deveria ser, talvez, o maior benefício que a população poderia receber. Essa popularidade advinda do plano contribuiu para a eleição do Fernando Henrique? Uma vez eleito, vocês enxergaram condições para implementar o restante do Plano?*

Um dia de cada vez. A reunião ministerial a que me referi ocorreu no dia 27 de fevereiro de 1994. A situação que você trouxe já é de 1995. Entre uma data e outra, aconteceu muita coisa. A URV foi para rua e foi mágico. Nem em nossas expectativas mais otimistas, esperávamos que a implementação da URV acontecesse tão bem. Tãmanha foi a confiança no andamento do projeto, que Fernando Henrique, após 60 dias de URV, deixou o ministério para se candidatar à Presidência da República. Quando fez isso, tinha menos de 10% de intenção de votos, ou talvez menos de 5%, de acordo com uma pesquisa que nos mostrou. Já o Lula, tinha em torno de 30%. Imagina a aventura, o risco! Fernando Henrique mergulhava no vazio, esperando que a URV e o [Plano] Real lhe dessem as asas para voar antes que caísse. Mas, felizmente, já saiu do ministério planando, sempre festejado por onde passava, no bolso de cada brasileiro havia um papel assinado por ele, ao menos depois de julho de 1994. Tudo poderia ter acontecido de forma muito diferente, mas o fato é que o sucesso da URV, depois do [Plano] Real, e da candidatura se reforçavam mutuamente. No Ministério da Fazenda, assumiu o [Rubens] Ricupero, que foi uma boa escolha; e, em seguida, o Ciro, que poderia ter sido um desastre, mas funcionou.

Gradualmente, fomos tratando de outros temas relevantes, cada qual em um ritmo aceitável. Não tivemos um minuto de sossego e não acredito que teria sido possível fazer mais do que fizemos. Matávamos um leão por dia e, às vezes, perdia-se o dia. Parecia um

jogo de basquete, em um dia ganhávamos por 97 a 96, no outro, por 58 a 47, às vezes perdíamos por 7 a 1, mas ganhávamos a maior parte do tempo, dia após dia, como num campeonato que não tinha fim.

Em 1º de julho, tivemos um momento importante e de grande efeito simbólico: o dinheiro físico foi para a rua pela primeira vez. Houve deflação no primeiro mês da nova moeda, embora, por variadas razões técnicas, os índices tenham registrado inflação de, aproximadamente, 5% ou mais, conforme o índice. E a partir daí foi caindo. O fato é que a inflação dos doze primeiros meses da nova moeda foi de 33% ao ano. Era como se não houvesse inflação. Curiosamente, pelos parâmetros de hoje, 33% é um escândalo, mas, naquele momento, era um absoluto encantamento. E a inflação continuava a cair todos os meses, criando um longo gerúndio de sucesso, e nessa fase, diretamente decorrente das políticas de juros e câmbio. A URV tinha feito a sua mágica, mas depois de julho de 1994 foi uma guerra de infantaria e era vencer ou vencer. A inflação só caiu abaixo de 10% ao ano em 1997. Ao final de 1997, estava abaixo de 5% ao ano. Em 1998, o índice se estabilizou em 1,5% ao ano. Era um resultado fenomenal.

A primeira coisa a dizer sobre o Plano Real, em uma análise técnica, é que ele durou cinco anos, de 1993 a 1998, desde os preparativos, passando pela implementação, o lançamento; e também as fases intermediárias, a URV e todas as suas etapas. Quando poderíamos dar por encerrada nossa tarefa? Quando atingíssemos uma taxa de inflação igual à dos Estados Unidos sem nenhum truque, sem congelamento, nada, e isso aconteceu em 1998. Os desafios que ficavam para adiante eram de uma ordem de gradeza completamente diferente, ainda que nada tivessem de triviais.

Ao longo desses primeiros anos do [Plano] Real, lembro-me bem da alegria das pessoas ao falar sobre dinheiro. Um efeito que se observa socialmente, conversando com seus amigos. A forma com que as pessoas falavam de dinheiro mudou porque a moeda passou a não mudar de uma hora para outra, o que, por si só, fazia com que as pessoas se sentissem melhor. Ainda estávamos no princípio, mas já era possível fazer um comparativo com uma observação muito interessante de Elias Canetti sobre a inflação alemã. Em seu livro

*Massa e poder*,<sup>27</sup> ele indica que o dinheiro é um “símbolo da massa”, do grupo ou da nação, porque cada um de nós se sente representado na moeda, como na bandeira e no hino; a moeda é um símbolo nacional, como se fosse um pedaço da nossa identidade. Quando começa a perder valor e também a ter muitos zeros, o zero é como um signo de depreciação, nos desvaloriza como seres humanos também e ocasiona uma série de efeitos psicossociais. Ele elabora sobre isso no caso alemão de forma extraordinária. A imagem é de que a inflação equivale a colocar fogo na bandeira, é o dinheiro que queima, que derrete na sua mão; é um símbolo da sua própria identidade sendo violentada pelo Estado. O reverso disso é como ter um pedaço de você que não é mais humilhado por ninguém, nem pelo dólar. Esse mal-estar desaparece em 1994 e se viu substituído por uma recuperação da autoestima nacional, algo que mudou o curso da eleição e também o modo como o brasileiro olha para a inflação. No Concerto das Nações, vale dizer, no mercado de câmbio onde não há truques, o país recuperou o valor, e você é a sua moeda, que agora ganhou valor. Foi esse sentimento que foi perpassando o imaginário nacional: já era fortíssimo nos primeiros seis meses do real, e vai se consolidando quando se alcança a inflação perto de zero. Esse processo dos primeiros anos foi muito bacana. Não foi um período brilhante de crescimento, mas as pessoas estavam felizes como nunca tinha visto.

## Dimensão fiscal

*Um dos pontos relevantes e interessantes dessa reorganização da economia, era a dimensão fiscal. Ao contrário das outras áreas, essa não é tão estável e sofre uma fortíssima influência política. Essa era uma preocupação importante na formulação do Plano? Além do aspecto monetário, a área fiscal era percebida como pré-requisito para que o plano fosse bem-sucedido?*

Sim, com muita ênfase e muita relevância. Contudo, é preciso compreender o que significava “arrumar o panorama fiscal”. A má notícia é que essa é uma questão muito maior e mais complexa do

---

27 CANETTI, Elias. *Massa e poder*. Rio de Janeiro: Companhia das Letras, 1992.

que meramente uma questão orçamentária de equilibrar receitas e despesas. Para começar, em 1992, 1993, havia uma série de obrigações não reconhecidas e sequer contabilizadas: ativos podres em bancos da União, empresas estatais quebradas, enfim, diversos tipos de “esqueletos no armário”, como passamos a denominar. E eram em uma dimensão tão grande que tornavam a preocupação com o *superavit* primário –<sup>28</sup> para usarmos um termo popular nos dias de hoje – totalmente secundária. Outro aspecto era o seguinte: caso se reconhecesse, por exemplo, o desequilíbrio dos bancos estaduais – que chegava a 7% do PIB [Produto Interno Bruto] – de uma só vez e isso fosse impactar o resultado primário, passaríamos uma noção errada quanto ao *deficit*. Tratava-se de reconhecer prejuízos incorridos no passado e não reconhecidos como tal em seu tempo. Ficaria parecendo que todo o *deficit* foi feito no momento do reconhecimento e não no passado. Foram necessários alguns anos para que se desenvolvesse uma metodologia denominada “ajustes patrimoniais”, pela qual são contabilizados esses “reconhecimentos de problemas” passados sem que eles transitem pelo resultado primário. Os rombos dos bancos estaduais, por exemplo, não foram criados no exercício fiscal no qual foram reconhecidos. Naquele momento, estávamos reconhecendo o rombo, mas ele era parte do *deficit* público do passado. Seguramente, fazia parte da dívida pública daquele instante, mas não devíamos contaminar a estatística do *deficit* público corrente, porque a responsabilidade é de alguém lá atrás. Então, primeiramente, buscamos clareza sobre o tema, não havia nenhuma clareza sobre a dívida e o *deficit*.

Durante os anos 1980, o Brasil teve uma experiência interessante e muito ilustrativa com o FMI. Após 1982, quando o Brasil começou a buscar os programas de financiamento do Fundo, foram solicitadas informações sobre o *deficit* público do país. Os brasileiros ficaram diante de duas metodologias para medi-lo: a primeira é a que denominamos “acima da linha”, que consiste em calcular a diferença

---

28 Acima da linha, o *superavit* primário corresponde ao saldo das receitas subtraídas as despesas totais, excluídos os pagamentos de juros e amortizações da dívida pública. Abaixo da linha, a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) – conceito primário corresponde à variação mensal da Dívida Fiscal Líquida, excluídas as despesas de juros nominais, calculadas pelo critério de competência. Quando negativas, as NFSPs – conceito primário indicam *superavit* primário.

entre receitas e despesas; a outra é a que chamamos de “abaixo da linha”, que consiste na variação da dívida líquida, da posição líquida dos seus ativos, antes e depois, de janeiro a dezembro de determinado ano, que deve ser igual ao *deficit* de exercício. Então, é possível mensurar o *deficit* público pelo método “acima da linha”, direto, ou “abaixo da linha”, indireto. Pelo método indireto, que se revelou mais fácil, obtém-se as informações, todo mês, por intermédio dos bancos, para calcular a dívida pública e a variação da dívida é o *deficit*.

Parece meio óbvio, mas o fato é que, nos primeiros anos desses cálculos observavam-se enormes diferenças para o mesmo número segundo a forma de medir, ou seja, havia um número enorme para “erros e omissões” que assustava a todos.

A experiência dos anos 1980 mostrou que era impossível mensurar o *deficit* público pelo critério “acima da linha” porque o resultado era sempre um número que não fazia sentido. Ou seja, nos anos 1980, a diferença entre o *deficit* calculado pelo método “acima da linha” e o calculado pelo método “abaixo da linha” era enorme. Essa diferença era denominada “erros e omissões” e, durante anos, inúmeros especialistas em finanças públicas se empenharam em reduzir essa diferença, sem muitos resultados. Isso causava uma enorme decepção administrativa e gerencial –, tornando claro que o Estado não sabia quanto gastava. Conseguia, a duras penas, saber o quanto devia, mas não o quanto gastava nem o quanto arrecadava. O que é uma vergonha. Por isso, atualmente os *superavit* primário, operacional e nominal são calculados utilizando-se a metodologia “abaixo da linha”. Toda essa explicação é para dizer que o assunto fiscal é fluxo e estoque do passado, do presente e do futuro.

Existe uma dívida, que não está escrita em lugar algum, que é a das aposentadorias pelo Instituto Nacional do Seguro Social [INSS]. O Estado já deve isso, mas não está escrito em lugar nenhum. Há dívidas “em ser”, algumas delas já contratadas e contabilizadas, que são gigantescas e para as quais não se sabe se haverá recursos: são as

dívidas do Fundo de Compensação de Variações Salariais [FCVS],<sup>29</sup> do INSS, da previdência pública. Há também as dívidas do passado que não se conhece. Pedro Malan se tornou célebre com uma frase maravilhosa: “No Brasil, até o passado é incerto”. De repente, no balanço do Banespa, aparecia um passivo de alguns bilhões que diz respeito a um assunto que aconteceu há dez anos e não se sabia.

A grande questão era de que modo podemos administrar as expectativas de que vamos resolver o problema fiscal brasileiro, qualquer que seja ele, nesse ambiente em que os números fiscais são tão complexos?

A resposta era a agenda do PAI, dos bancos estaduais, bancos federais, dívidas, esqueletos. É nisso que as pessoas vão prestar a atenção e não exatamente no *superavit* primário, na segunda casa decimal. Porque o importante não é saber se estão conseguindo fazer o controle de caixa naquele mês, o que não é difícil, o importante é saber se terá a coragem necessária para privatizar o Banespa ou o Meridional, ou para ajustar o Banco do Brasil, consertar a Caixa Econômica, privatizar a Vale e as teles, essas coisas. Nossa estratégia foi focar na agenda maior de reformas e produzir fatos continuamente, permitindo a percepção e efetivamente construindo novas instituições que não repetissem no futuro os equívocos realizados no passado. Às vezes, isso é alcançado criando-se uma nova instituição e, às vezes, suprimindo outra. Instituições são permanentes, não são políticas públicas, são duradouras e criamos várias. Compreendemos, com tudo isso, como resolver o problema de uma forma muito mais concreta do que gerando *superavit* primário. O primeiro ano calendário em que não houve inflação alta foi 1995 e o *superavit* primário daquele ano foi zero. Em 1996, houve um pequeno *deficit*. Em 1997, foi zero novamente. Em 1998, um pouquinho positivo. Foram quatro anos terríveis se estiver avaliando por esse parâmetro. No entanto, ninguém estava focando isso. Talvez em 1998 esse parâmetro já estivesse sendo observado, pois já havia passado algum tempo do início da estabilização.

---

29 Criado no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) pela Resolução 25, de 16 de junho de 1967, do Conselho de Administração do Banco Nacional de Habitação (BNH), com a finalidade de garantir o limite de prazo para amortização das dívidas contraídas pelos adquirentes de habitações financiadas pelo SFH, respondendo pela cobertura dos saldos devedores residuais aos agentes financeiros, decorrente da diferença de critérios de atualização monetária das prestações pagas e do saldo devedor da operação.

Mas, nesse ano já tínhamos um bom *track record* [histórico] de reformas, o mundo bancário estava completamente reorganizado, já tínhamos realizado bom número de privatizações, vários setores estavam organizados, agências reguladoras foram criadas, reformas constitucionais foram realizadas. Já havíamos implementado tantas coisas que nenhum economista sério diria que estávamos fraquejando ou nos submetendo a interesses políticos. Estávamos trabalhando aspectos importantes e que tinham implicações concretas no longo prazo. Chegaria o momento em que a agenda de reformas ficaria menos intensa e iniciariamos aquelas menos pertinentes às finanças públicas e mais vinculadas a criar um ambiente competitivo para o setor privado. Em algum momento, os observadores das finanças públicas iam querer ver as finanças públicas atingindo um patamar sustentável. Diria que isso ocorre a partir de 1997-1998.

Um grande teste foi a crise da Rússia, porque havíamos nos comprometido a alcançar o patamar de sustentabilidade fiscal depois dos pacotes que se seguiram à crise da Ásia, mas, em 1998, os resultados fiscais não foram bons. Naquele momento, julgamos que um programa com o FMI seria de grande ajuda, não para o acúmulo de reservas internacionais, pois não precisávamos, mas no ajuste fiscal. Foi um acordo muito fácil, dada a afinidade dos objetivos. Rapidamente o país passa de nenhum *superavit* primário para 3,5% no terceiro trimestre de 1998, índice que mantivemos pelos onze anos seguintes. Destaque-se que, a essa altura, já havíamos feito um trabalho muito grande com os estados. A primeira renegociação de dívida dos estados foi realizada no período de Eliseu Resende, quando também houve a do setor elétrico; a segunda ocorreu em 1994, e a terceira, em 1997. Nessa terceira, o Tesouro Nacional já tinha condições de negociar refinanciamentos de dívida mobiliária dos estados em troca de acordos, nos quais os estados concordavam em comprometer uma parcela de suas receitas líquidas com os pagamentos, com a adoção de providências para reduzir o percentual do dispêndio em folha de pagamento em relação aos gastos totais e várias outras medidas, em linha com os acordos realizados com o FMI.

É importante lembrar que a STN [Secretaria do Tesouro Nacional], que foi criada em 1986, pouco menos de dez anos depois, já estava

em condições de elaborar um programa, com cada estado brasileiro, semelhante ao realizado pelo FMI. Em 1998, fez o refinanciamento dos municípios. Foram 174 contratos com municípios e, em cada um deles, houve um acordo próprio. Se a STN teve estrutura para fazer isso é porque já tinha maturidade e estava suficientemente aparelhada. Nesse cenário, fazer um programa com o FMI não foi difícil. Em três palitos [facilmente], o Brasil tinha um *superavit* primário de 3% do PIB, nível que se manteve pelos onze anos seguintes, recuando apenas em 2008, já com Dilma [Vana] Rousseff no poder e sua nova matriz econômica em curso. Essa explicação é importante para que se perceba que o problema fiscal é muito mais sofisticado do que parece, não é meramente uma conta simples de receita menos despesa. É um todo que incorpora o curto e o longo prazos, estoques e fluxos, bancos, dívidas, problemas, credibilidade, perspectivas. É um conjunto. Minha avaliação é que trabalhamos muito bem nos primeiros anos do governo para que houvesse essa percepção mais holística do problema e acredito que o público especializado compreendeu bem o que estava acontecendo.

*O grande mérito do Plano Real, além de ter estabilizado a economia, foi ter preparado o Brasil para um novo nível de capitalismo que o país ainda não conhecia. Foram criadas agências reguladoras, estatais foram transformadas em reguladores, foi gerado um arcabouço para o país ser, de fato, um país capitalista entrando o século XXI. Essa é uma visão com a qual o senhor concorda?*

Concordo plenamente. A ênfase da nossa conversa até aqui foi nas reformas que tinham repercussão na inflação, no sistema monetário e no mundo fiscal, mas as reformas sempre tiveram um componente importante vinculado com o lado real da economia. Estávamos estruturando uma economia de mercado, madura e aberta, como um país do tamanho e projeção internacional do Brasil, merece. Essa percepção era algo presente desde muito cedo no governo, como se pode observar em um texto que escrevi, ainda em 1995,<sup>30</sup> quando era diretor do Banco Central.

---

30 FRANCO, Gustavo. A inserção externa e o desenvolvimento. Em *O desafio brasileiro: ensaios sobre desenvolvimento, globalização e moeda*. São Paulo: Editora 34, 1999.

Desde a época de elaboração do plano, criamos o hábito de escrever pequenos *papers* – às vezes não tão pequenos – sobre temas específicos, que eram compartilhados entre os integrantes da equipe. Eram *policy papers*, no sentido mais característico do termo, e a maior parte tinha a ver com os problemas macroeconômicos do dia a dia do plano: juros, câmbio etc. O *paper* ao qual me referi aborda inserção externa e desenvolvimento. Lembro-me de o presidente Fernando Henrique dizer que o primeiro parágrafo o havia encantado, que não havia nada mais claro para expressar o que enfrentaríamos pela frente. O *paper* começava assim: “Em algum momento do plano de estabilização, a agenda de correção dos ditos fundamentos se confunde com a agenda do desenvolvimento”. Não estávamos buscando o equilíbrio fiscal porque gostávamos de aritmética, mas porque isso levaria o Brasil a uma situação de prosperidade. Não estávamos fazendo a abertura comercial para combater a inflação, mas para criar uma economia com produtividade crescente, melhoria do padrão de vida, crescimento econômico. Como encaixaríamos o que estávamos fazendo na velha discussão sobre desenvolvimento de anos atrás? Recuando-se à crise de 1982, víamos uma década perdida, perda de capacidade do Brasil de crescer. E qual foi o modelo de desenvolvimento pós-1982? Todas essas discussões haviam ficado inacabadas. Quem olhasse para os trabalhos dos fóruns de [João Paulo dos] Reis Velloso, que estudam esses assuntos há anos, teria a percepção de que o tempo havia parado em 1988, quando o Brasil venceu a crise externa de 1982, por meio de um ajuste do balanço de pagamentos que levou o país a se tornar uma economia tão fechada quanto a Coreia do Norte. Resolvemos os nossos problemas externos, alcançamos a autossuficiência, mas, ao alcançá-la, descobrimos que esse era um objetivo tolo, incompatível com as oportunidades de um mundo globalizado, e que levou o Brasil à estagnação econômica e à inflação.

O programa de combate à inflação acabava por tratar de outros aspectos econômicos também e podia modificar a estrutura produtiva no país. Então, inicia-se pelo setor público, no tema privatizações, mas, uma vez que estamos privatizando, vamos tratar dos setores públicos, redefinir os regimes de concessão, os regimes regulatórios, as agências reguladoras. Uma coisa leva à outra e, com

isso, recuperamos a capacidade de investimento em setores atingidos por essas reformas. No setor de telecomunicações, por exemplo, foi fácil fazer o ciclo completo: privatização, nova regulamentação, abertura e liberdade para a competição funcionar. Como resultado, hoje existem mais telefones celulares no Brasil do que habitantes. Uma das minhas piadas favoritas com os políticos é dizer que o verdadeiro “santinho” do Plano Real não é a cédula de dinheiro, mas o telefone celular. Algo que Geraldo [José Rodrigues] Alckmin<sup>31</sup> deveria ter usado no debate presidencial contra Lula, quando lhe perguntaram se era contrário ou a favor das privatizações. Naquele momento, deveria ter tirado o celular do bolso, mostrado para a câmera e perguntado: “Quantos brasileiros têm um celular? E quantos estão felizes por ter um celular?”. Isso só foi possível graças à privatização. O setor de telecomunicações foi, vamos dizer assim, uma avenida de reforma que se abriu, foi percorrida e deu certo. Infelizmente, no setor de energia, o processo ficou pela metade, e a metade que restou já está comprometida novamente. Nos primeiros quatro anos após o lançamento do Plano Real, não tivemos um momento de sossego. Podíamos ter feito mais? Poderíamos, mas os dias teriam que ter 36 horas, e não tinham.

*Na busca por destravar os recursos no orçamento, uma das medidas adotadas foi a criação do Fundo Social de Emergência (FSE), em 1993, que depois se tornou a Desvinculação de Receitas da União (DRU). Essas medidas faziam parte do PAI? O quão envolvido o senhor esteve na formulação desse fundo que, na opinião geral, não era nem social nem de emergência? E quão crucial era ele para o Plano Real?*

Naquele momento, era crucial. Mas, ao mesmo tempo, era um reconhecimento de que nossa capacidade de atacar o problema fiscal era limitada, porque a desvinculação não era uma solução para o problema fiscal, era uma solução para recompor a capacidade de o Tesouro fazer controle de caixa, capacidade esta que estávamos perdendo devido às vinculações de receitas.

A vinculação é uma defesa muito eficaz contra o que chamamos de “contingenciamento”, que é a não liberação dos empenhos, mesmo

---

31 Geraldo José Rodrigues Alckmin foi candidato à presidência da república pelo PSDB nas eleições de 2006.

quando o gasto está previsto no orçamento (que não é impositivo, mas discricionário), resultando na não realização do gasto definido. Para se defender disso, o Congresso e os ministérios aprenderam que a melhor medida é vincular suas receitas à utilização em uma destinação específica, controlada por eles. A Constituição limita as vinculações, mas existem várias exceções implícitas nas partilhas de impostos. A principal exceção, contudo, são as contribuições, para as quais não há limitação para a sua criação, e pela sua própria definição, já nascem com seus recursos vinculados a uma destinação específica. Exatamente por isso houve uma explosão no crescimento de contribuições, tudo como uma busca de proteção contra os contingenciamentos. As vinculações, portanto, enfraqueceram a força do contingenciamento, ou seja, a capacidade de o Tesouro fazer controle de caixa. Era preciso recompor esta capacidade. Precisávamos desse instrumento, o contingenciamento, principalmente nos primeiros anos, porque a capacidade de avançar na área fiscal era muito limitada.

A estabilização provavelmente teria efeitos positivos sobre a arrecadação. Contudo, na passagem de um contexto de inflação muito alta para outro, com inflação muito menor, é impossível saber o que iria acontecer. A arrecadação cresceu muito, de fato, mas, ao mesmo tempo, as despesas aumentaram em uma escala incontável. Não é possível compreender todas as maneiras pelas quais a inflação interferia na execução orçamentária.

Ao final, tudo considerado, a desvinculação foi essencial. Ela foi perdendo um pouco da sua essencialidade – não da sua importância – porque o contingenciamento começou a operar de forma diferente, os orçamentos começaram a ficar mais realistas e os próprios técnicos do orçamento dizem que, hoje, não é mais tão relevante. Eu não sei, pois é uma área que não domino, mas colegas nos quais confio afirmam que ainda é importante, apenas não mais na mesma magnitude. Em 1993, quando a revisão constitucional estava em andamento, enfatizávamos para o então ministro Fernando Henrique que aquela era uma oportunidade maravilhosa para reescrever a Constituição, ao que ele respondia que o objetivo da revisão não era que “um bando de tecnocratas” reescrevesse o texto. Tinha toda a razão em que adorávamos reescrever muita coisa. Teríamos feito uma bela

lipoaspiração no texto, e o tempo veio demonstrar com muita clareza que teríamos economizado enormes energias que foram gastas nos anos seguintes para apagar erros primários, privilégios, boquinhas, e até hoje estamos pelejando com reformas disso e daquilo que não se consegue fazer. A Constituição de 1988 foi sim um delírio de voluntarismo que criou uma montanha de privilégios e direitos para os quais não há dinheiro que pague. Deveríamos ter insistido e deveríamos ter feito uma revisão rigorosa na Constituição. Esse foi de longe o nosso maior erro, estamos pagando muito caro por ele e, nesse assunto, a responsabilidade pela decisão não é tão clara. Fernando Henrique apoiou o encerramento precoce da revisão, afinal foi um dos autores. Enfim, foi um erro gigantesco e que, em retrospecto, cada dia fica maior.

Enquanto estava aberta a revisão, contudo, nos deram uma emenda, uma para escolhermos o que fazer, uma espécie de bala de prata na questão fiscal. Que escolha mais complicada. Dentro da equipe, surgiram duas linhas de pensamento. Um grupo, no qual eu me incluía, era dos que gostariam de ter feito, logo na partida, uma Lei de Responsabilidade Fiscal – termo que na época não nos ocorreu – acoplada a uma Emenda Constitucional de Orçamento Equilibrado. Ou seja, a própria Constituição determinaria que os direitos não poderiam ultrapassar a capacidade de gasto do Estado, que estão limitadas pela arrecadação, isto é, ela mesma criaria mecanismos de deferimento ou de cancelamento. Era como a emenda do teto de gastos, feita duas décadas depois, mas com mecanismos para cortar gasto e mesmo para se aumentar receita, uma vez que houvesse *deficit*. Algo semelhante havia sido feito nos Estados Unidos pelos senadores Gramm e Rudman em 1985 e 1987.<sup>32</sup> Após alguns anos, essas medidas produziram o equilíbrio orçamentário que existiu na administração [William Jefferson] Clinton. O outro grupo era dos especialistas em finanças públicas e orçamento que argumentavam que, naquele momento, seria muito difícil aprovar uma emenda

---

32 Em 1985 e 1987, os senadores Phil Gramm (republicano), Warren Rudman (republicano) e Ernest Hollings (democrata) propuseram legislação para limitar os gastos federais dos Estados Unidos, a *Gramm–Rudman–Hollings Balanced Budget and Emergency Deficit Control Act of 1985* e a *Balanced Budget and Emergency Deficit Control Reaffirmation Act of 1987* (ambas conhecidas como Gramm–Rudman).

constitucional que impusesse o equilíbrio orçamentário, porque iria se contrapor à própria hierarquia de gastos estabelecida pela Constituição. Ademais, vivíamos um momento em que os estados se encontravam em *default* crônico com o governo federal em todas as suas obrigações: bancos federais, concessionárias de energia – as distribuidoras não pagam as geradoras –, concessionárias de telefonia. Era necessário fazer uma arrumação que estabelecesse um grau mínimo de cumprimento de obrigações e uma lógica orçamentária, inclusive por parte do governo federal. A quantidade de esqueletos, de dívidas informais não reconhecidas não era sustentável. Não era possível equilibrar algo cuja magnitude era desconhecida por todos. Seria melhor fazer o controle de caixa e deixar a criação da Lei de Responsabilidade Fiscal mais para frente. E assim foi feito.

Aliás, o sétimo tema do PAI era este: as dívidas dos estados. Precisávamos de tempo para resolver essa questão. O que era necessário, naquele momento, aproveitando a revisão constitucional, era criar um mecanismo temporário que nos ajudasse com o controle de caixa. Sabíamos, na época, e todos reconhecem até hoje, que esse controle de caixa funciona muito bem por um certo período. Na sistemática orçamentária brasileira, a lei estima a receita e autoriza o gasto, mas é o Tesouro que vai, no fim das contas, determinar quais despesas serão realizadas em função dos recursos disponíveis. Esse é o contingenciamento que mencionei anteriormente, que é, como disse, não executar as partes do orçamento para as quais não há dinheiro, escolhendo quais empenhos serão realizados e quais não. A recomendação dos especialistas era criar algum mecanismo que reforçasse a capacidade do Tesouro de exercer o controle de caixa e a melhor solução seria enfraquecer as vinculações de receita.

Dentro do nosso grupo, foi criado um grupo menor, coordenado pelo Edmar Bacha, que seria responsável pela arquitetura desse mecanismo de desvinculação. Participavam desse subgrupo Daniel Oliveira e Raul Velloso, dois especialistas em finanças públicas. Eles prepararam uma lista de itens de desvinculação que se transformou em uma emenda constitucional de desvinculação de receitas. Ela poderia ter tido essa denominação desde o início, mas alguém, que não lembro quem foi, propôs que o nome contivesse os conceitos

emergência, de provisoriedade, por isso seria um fundo, e devia ser social por que era “do bem” e tudo o que é para o bem de todos é social. Mas, de fato, não era nada disso, como o Fernando Henrique gostava de brincar. Não era um fundo – pois retirava recursos dos beneficiados pela vinculação e transferia para a União –, não era social pois era para cortar despesa – e não era temporário, ou emergencial, pois era para ser permanente. Mas, como foi apresentada à mesma época do IPMF,<sup>33</sup> que tinha esse caráter temporário, o conceito de um Fundo Social de Emergência teria um apelo maior no Congresso. Aos congressistas agradava a ideia de que uma medida dessa natureza fosse temporária, porque o governo precisaria realizar um novo esforço para aprová-la novamente dali a três anos. Para o Congresso é sempre bom que o Executivo tenha que pedir novamente a aprovação de uma mesma medida a cada três anos. Por isso, foi aprovado como temporário. Foi renovado, se não me engano, em 1996, mas com outro nome: Fundo de Estabilização Fiscal. Foi na terceira renovação em 2000 que ganhou o nome de Desvinculação de Receitas da União (DRU), que prevalece até hoje. Em 2015, depois de muito esforço, a DRU foi renovada pela quarta vez até 2023. Deveríamos estar discutindo a eliminação total das vinculações, orçamento base zero, talvez todo impositivo, enfim, um novo sistema.

*Ainda a respeito da lógica dos fundamentos para a estabilização monetária: o senhor mencionou que, em 1997, o governo ainda não havia obtido sucesso em relação à questão fiscal. Há um consenso sobre a importância da LRF, de 2000, como uma das grandes peças legislativas de finanças públicas dos últimos 50 anos do Brasil. Qual o papel da LRF em relação ao Plano Real e à lógica da estabilização monetária? O senhor tinha a percepção de que a LRF constituiria um marco, que não seria mais questionado, com o passar dos anos?*

Infelizmente, a Lei de Responsabilidade Fiscal não era uma solução definitiva para todos os problemas fiscais, como muitos pensam.

---

33 Instituído pela EC 3, de 17 de março de 1993, e regulamentado pela Lei Complementar 77, de 13 de julho de 1993, sendo sucedido pela Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF), instituído pela EC 12, de 15 de agosto de 1996, com o objetivo de coletar recursos destinados ao Fundo Nacional de Saúde e ao Fundo de Combate e Erradicação da Pobreza.

Analisando-se o desempenho fiscal apenas pelo resultado primário, o ano de 1994 foi muito bom porque, durante metade do ano, ainda havia inflação alta, o que ajudava na arrecadação e sobretudo na erosão da despesa, e o resultado primário alcançou 5% do PIB, se não me engano. De 1995 a 1998, no entanto, o *superavit* primário foi zero ou menor do que zero, o que levava ao questionamento, principalmente por parte de analistas de perfil mais técnico, sobre como conseguimos alcançar a estabilidade sem resolver a questão fiscal. A resposta é que a questão fiscal não é só o resultado primário. Nosso trabalho na área fiscal esteve focado, nesses primeiros anos, sobretudo no resultado “abaixo da linha”, ou nas movimentações patrimoniais, ou seja, no tratamento que demos a prejuízos não reconhecidos nos bancos públicos, aos “esqueletos”, à dívida pública, às vinculações, às finanças dos estados, e não só ao resultado primário. O resultado primário é uma estatística que não resumia os problemas nem a complexidade das reformas que estavam em curso.

O analista treinado, formador de opinião, observando que o *superavit* primário era nulo, percebia que estávamos atacando os problemas mais difíceis. E um deles era a situação dos estados. Essa solução era muito importante para a sustentabilidade fiscal do todo e a dinâmica das renegociações dessas dívidas foi a origem da Lei de Responsabilidade Fiscal.

Vale lembrar que, juntamente com o Fundo Social de Emergência, foi aprovada outra Emenda Constitucional de Revisão que autorizava os estados a darem a sua receita própria em garantia de empréstimos.<sup>34</sup> Antes disso, os estados só poderiam dar em garantia receitas decorrentes do Fundos de Participação, o que, no caso dos estados maiores, representava um valor baixo como proporção da totalidade de suas receitas. Era importante que fosse possível usar a receita do ICMS [Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços] como garantia, o que, até aquele momento, era vedado pela Constituição. Essa possibilidade foi introduzida na revisão constitucional e foi um dos principais pilares das renegociações de dívidas estaduais que começaram com a Lei 8.727, de 5 de novembro de 1993, tratando

---

34 Emenda Constitucional de Revisão 3/1993.

de dívidas contratuais e bancárias dos estados com a União. Com esses acordos, a União refinanciava dívidas, mas com um reforço na garantia que permitia que a União retivesse os recursos devidos e não transferidos caso os estados atrasassem pagamentos. Essa primeira renegociação ajudava bastante, mas não resolvia completamente o problema das finanças dos estados, sobretudo por conta da questão da dívida mobiliária, que estava relacionada, de forma perversa, à questão dos bancos estaduais. Por exemplo, o estado de São Paulo tinha dívidas mobiliárias, títulos emitidos pelo estado que foram vendidos ao Banespa. O Banespa, por sua vez, transferiu recursos para o estado de São Paulo, em uma operação de *overnight*, ou seja, por um dia. No dia seguinte, o Banespa precisava buscar financiamento no mercado financeiro para aquela carteira de títulos do estado que estava com ele. Sem ter condições de pagar, tampouco a intenção, o estado deixava ao banco a tarefa de oferecer o papel do estado em troca de dinheiro, por um dia, em operações de *overnight*. Mas, para piorar as coisas, em determinado momento, os bancos estaduais começaram a não conseguir mais refinar as dívidas mobiliárias de seus respectivos estados. Estavam próximos de quebrar, portanto, tanto os bancos estaduais quanto os governos dos estados, que sofreriam intervenção federal no evento de um *default*. O CMN, então, aprovou a criação de um programa de refinanciamento das dívidas mobiliárias em 1995 por meio do Banco Central.<sup>35</sup> A proposta era permitir que esse refinanciamento ocorresse, todavia, apenas se os estados obedecessem a determinados parâmetros de relação entre gastos de pessoal e receita própria, além de limitação de outros endividamentos, entre outras condições. Foi aí que começaram as medidas de controle que caracterizavam verdadeiros programas de ajustamento e que, mais tarde, foram consolidadas no que ficou conhecido como a Lei de Responsabilidade Fiscal.

---

35 O Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados (Parafe) foi instituído pela Lei 10.195, de 14 de fevereiro de 2001, após Resolução CMN 2.2171/1995 e 2.218/1995. Viabilizava a implementação de medidas que permitiam aos estados alcançar o equilíbrio orçamentário sustentável. A estratégia do governo federal consistia em estabelecer condicionalidades em termos de metas de equilíbrio fiscal, em troca de ajuda financeira aos estados, na forma de linhas de financiamento. Ver BRASIL. Banco Central do Brasil. *Manual de finanças públicas: sumário dos planos brasileiros de estabilização e glossário de instrumentos e normas relacionados à política econômico-financeira*. Brasília: Banco Central do Brasil, 6ª edição revisada, jun de 2008.

Os casos de São Paulo e do Rio de Janeiro são importantes porque, logo que Fernando Henrique assumiu a presidência, antes mesmo de Mário Covas e Marcello Alencar tomarem posse como governadores dos estados de São Paulo e do Rio de Janeiro, respectivamente, foi decretado, de surpresa, o Raet [Regime de Administração Especial Temporária] no Banespa e no Banerj.<sup>36</sup> Isso gerou muita tensão entre esses dois estados e a União. Logo depois, fizemos o mesmo com os bancos de Alagoas [Produban], Mato Grosso [Bemat] e Rondônia [Beron]. Nesse momento, iniciaram-se as conversas com São Paulo. Em 1995, houve o voto do CMN que estabeleceu diretrizes de refinanciamento da dívida mobiliária com condições e, em 1997, publicou-se uma lei que abriu outra rodada de renegociação de dívidas dos estados com a União, dessa vez tratando da dívida mobiliária. A operação era simples: a União assumiria a dívida mobiliária dos estados, trocando por títulos federais, e os estados, então, tornavam-se devedores da União em formato idêntico ao da rodada de 1994, oferecendo o ICMS em garantia. Nessa operação, não existia o risco de *default*, pois, se o estado não pagasse, o governo federal se apropriaria da receita estadual do ICMS.

Esses acordos que se estabeleceram entre os estados e a União eram semelhantes aos realizados entre o Brasil e o FMI, nos quais havia metas que, se não fossem cumpridas, impediam o desembolso. Nos acordos com os estados, havia a possibilidade de elevação das taxas de juros no caso de piora nas variáveis de controle. Havia também um incentivo à privatização, pois os estados podiam transferir à União bens para fazer um *downpayment*, em geral empresas que o estado estava disposto a privatizar. Fixavam-se valores de referência para as empresas assim federalizadas, valores que eram abatidos do valor do principal da dívida, e iniciava-se o procedimento de privatização. Depois da alienação da empresa, verificava-se se o preço de venda conferia com o valor de referência, a diferença entrava nas contas entre o estado e a União, e a vida seguia. Com esse mecanismo, os estados tinham um incentivo para se desfazer, por exemplo, de seus

---

36 Regime de resolução que não interrompe nem suspende as atividades normais da instituição. Seus principais efeitos são a perda do mandato dos dirigentes da instituição e sua substituição por um conselho diretor ou por pessoa jurídica com especialização na área, com amplos poderes de gestão. Ver [http://www.bcb.gov.br/Pre/bc\\_atende/port/Regimes-Especiais-de-Resolucao.asp?idpai=FAQCIDADA0](http://www.bcb.gov.br/Pre/bc_atende/port/Regimes-Especiais-de-Resolucao.asp?idpai=FAQCIDADA0).

bancos estaduais, de suas companhias elétricas, com o objetivo de participar do programa. Esse tipo de operação era vantajoso do ponto de vista de taxa de juros, do alongamento de prazos e contribuía para que os estados e municípios organizassem suas finanças. Caso o estado quisesse sanear e manter em atividade seu banco, a União financiaria apenas metade de sua necessidade de recursos; para financiar a outra metade, o estado deveria usar o seu caixa ou aportar ativos líquidos.<sup>37</sup> Foi uma grande batalha essa dos bancos estaduais.

Na renegociação ocorrida em 1997, seguindo a orientação do voto do CMN, a Secretaria do Tesouro Nacional já tinha se organizado para exercer um papel semelhante ao do FMI e realizar as renegociações com os estados. Todos os mecanismos da Lei de Responsabilidade Fiscal foram criados nessa ocasião. Os parâmetros referentes a gasto de pessoal, por exemplo, já existiam na Lei Camata,<sup>38</sup> e os limites ao endividamento em resoluções do Senado, mas, em geral, sem *enforceability* [força de lei]. A aplicabilidade iniciou nesse momento, quando o Tesouro Nacional passou a ter mecanismos para garantir que, se o estado não atingisse a meta, seria retirado do programa, e o financiamento da dívida se tornaria muito mais caro. O Tesouro adquiriu *expertise* nesse tipo de negociação e, em 1998, realizou uma rodada de renegociação de dívidas com 174 municípios, cada um com uma proposta específica. A Secretaria do Tesouro realizou tudo isso com pouco mais de dez anos de existência, pois foi criada em 1986. Foi uma grande conquista institucional, e a Lei de Responsabilidade Fiscal foi o coroamento dessa conquista.

Isso se deu da seguinte forma: a partir de 1999-2000, a sensação era de que o que se fez com os estados e municípios, por mais meritório que tenha sido, foi um acordo de renegociação que sempre poderia ser repactuado. Tinham ocorrido cinco rodadas de renegociação, e se os governadores considerassem que poderia haver outra, não teriam tanto incentivo para cumprir seus acordos. Foi quando o

---

37 Sobre esse aspecto, ver SANTOS, Gilson Carneiro dos. *A dívida dos estados: composição, evolução e concentração*. Brasília: ESAF, 1998. Disponível em [http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/Premio\\_TN/iiipremio/divida/MencaoHonrosa\\_III\\_PTN/GiltonCarneiro.PDF](http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/Premio_TN/iiipremio/divida/MencaoHonrosa_III_PTN/GiltonCarneiro.PDF).

38 A Lei Camata visava regular os gastos governamentais com pessoal, tendo sido editada em duas versões. A primeira é a Lei Complementar 82, de 27 de março de 1995; e a segunda é a Lei Complementar 96, de 31 de maio de 1999.

governo decidiu propor uma Lei Complementar, chamada de Lei de Finanças Públicas, que abarcava os parâmetros da Lei Camata em relação à folha de pagamento, as resoluções do Senado e a proibição de qualquer outra renegociação no futuro. Ou seja, os acordos não se tornariam recorrentes como os Programas de Recuperação Fiscal [Refis]. Em algum momento, alguém sugeriu a expressão Responsabilidade Fiscal, que tinha sido utilizada na Nova Zelândia, e a lei ficou conhecida com essa designação. Como acontece em Brasília nessas ocasiões, quando se propõe um novo paradigma, aparecem boas sugestões de todos os lados, e a lei foi acumulando propostas até ser aprovada em 2000. Foi uma longa gestação, onde a experiência da renegociação dos estados foi fundamental. Quando aprovada, a Lei de Responsabilidade Fiscal não era novidade para todo o ambiente das finanças subnacionais, de estados e municípios. Contudo, não abarcou todo o espectro das finanças públicas; faltou, lamentavelmente, tratar do orçamento. Pode-se dizer, portanto, que a Lei de Responsabilidade Fiscal não trata do nascimento do gasto e do *deficit*, mas de sua execução e financiamento. Está em discussão no Congresso, uma Lei Complementar de finanças públicas para substituir a Lei 4.620, de 1964, que é a lei que regula os orçamentos. Uma lei antiga, que tem um plano contábil totalmente obsoleto, mas que, no entanto, é muito difícil de ser alterada porque muda o paradigma do orçamento que é algo muito sensível no Congresso Nacional. Penso que seria uma belíssima prioridade a ser assumida. Esse tema nunca deixou de ser importante, mas, em se tratando de políticas públicas, não é possível fazer tudo de uma só vez. Sempre há uma sequência e uma urgência em algum outro tema. Talvez, agora, tenha chegado o seu tempo.

## As privatizações

*Algo que parece ser tratado de maneira isolada, alheio ao Plano Real, mas que aconteceu conjuntamente, foram as privatizações que começaram ainda no governo Collor. A primeira foi a da Usiminas, que foi um sucesso. Depois, o presidente Itamar decidiu continuar com o processo. Gostaríamos de saber até que ponto quem estava envolvido na formulação*

*do Plano Real refletia sobre a privatização das demais empresas e como essa ação se encaixava no Plano. Como as privatizações poderiam aliviar o caixa do Estado? Havia a preocupação de tornar o Brasil uma economia mais moderna e dinâmica, além do objetivo da estabilização econômica?*

As privatizações eram um ponto fundamental. Vamos analisá-las sob três aspectos. O primeiro, o da lógica da privatização pelo lado das finanças públicas. A União e os estados estavam endividados, pagando caríssimo por suas dívidas e com patrimônios mal administrados. As contas têm que ser pagas, não há como evitar.

O segundo, o do setor bancário público que precisava de atenção específica, em especial, os bancos estaduais, cuja situação era crítica. Em 1993, havia 65 instituições financeiras estaduais, 30 dos quais bancos, todos funcionando como fábricas de dinheiro. O esforço de redesenhar o sistema monetário para que o real pudesse ser uma nova moeda forte exigia que os bancos estaduais passassem a atuar tal como os bancos comuns, os que funcionavam no mundo privado, seguindo as diretrizes dos Acordos de Basileia,<sup>39</sup> ou seriam extintos. Simples assim. Hoje restam seis bancos estaduais pequenos e o Banrisul. Havia também cinco bancos federais que precisavam ser organizados para que não operassem mais como máquinas de emissão de moeda. Então, a privatização estava imbricada não apenas com as finanças públicas, mas também com a reorganização do setor bancário público.

O terceiro aspecto, já um tanto distante do assunto central das finanças públicas, era a questão da modernização, da conveniência de cada setor gerar investimento, progresso e bons serviços para a população. Havia uma demanda muito clara por parte do Tesouro para que as estatais gerassem receita e viabilizassem seus próprios investimentos. Especificamente no caso das telecomunicações, por exemplo, costumavam dizer que o sistema da Telebras não gerava

---

39 O Acordo de Capital de Basileia, oficialmente denominado *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, foi divulgado inicialmente em 1988 pelo *Bank of International Settlements* (BIS) por meio de seu Comitê de Supervisão Bancária [*Committee on Banking Supervision* – BCBS], com o objetivo de estabelecer exigências mínimas de capital para instituições financeiras como forma de mitigar o risco de crédito. O acordo vem sendo atualizado desde então. Ver <http://www.bcb.gov.br/fis/supervisao/basileia.asp>.

nenhum centavo para investimento. Sobrava para o Tesouro, que tinha inúmeras outras prioridades. A alternativa era privatizar. Essa era a situação de diversos setores, cada um com sua história, mas a privatização era sempre a solução conveniente para o Tesouro. Questionado sobre quão ideológica foi a opção pelas privatizações, digo que foi muito pouco, porque, ao final, o aspecto financeiro domina qualquer outro quando não há dinheiro em casa. Se acabou o seu salário, mas a conta tem que ser paga ou vão cortar sua luz, o que faz? Claro que, pessoalmente, sou favorável a um Estado menor na economia e, por isso, participar do processo das privatizações, para mim, foi um duplo prazer. No Banco Central, realizamos a privatização de todos os bancos estaduais e um dos federais, o Meridional, que foi a leilão quando eu já era presidente do BCB, em meados de 1997, como já contei anteriormente. Houve, pelo menos, o dobro de liquidações do que de privatizações nos bancos estaduais pequenos e médios, e alguns casos de saneamento.







Sabatina na Comissão de Assuntos Econômicos para a presidência do BCB. Da esquerda para a direita: José Roberto Arruda, Gustavo Franco, José Serra e Fernando Bezerra. Brasília, agosto de 1997



José Roberto Arruda, Gustavo Franco e José Serra. Brasília, agosto de 1997



Cerimônia de transmissão do cargo de presidente do BCB de Gustavo Loyola a Gustavo Franco. Da esquerda para a direita: Pedro Malan (ministro da Fazenda) e Gustavo Franco. Brasília, agosto de 1997



Cerimônia de transmissão do cargo de presidente do BCB de Gustavo Loyola a Gustavo Franco. Da esquerda para a direita: Pedro Malan, Gustavo Franco, Alkimir Moura, Cláudio Mauch e Paolo Zaghen. Brasília, agosto de 1997



Entrevista coletiva: Gustavo Franco (diretor da Área Externa) e Marcio Cartier (chefe do Departamento de Capitais Estrangeiros – Firce).



Entrevista coletiva: Gustavo Franco (diretor da Área Externa) e Marcio Cartier (chefe do Firce).



Comemoração dos 30 anos do BCB. Da esquerda para a direita: Arminio Fraga, Gustavo Franco e Roberto Frenkel. Brasília, 1995



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



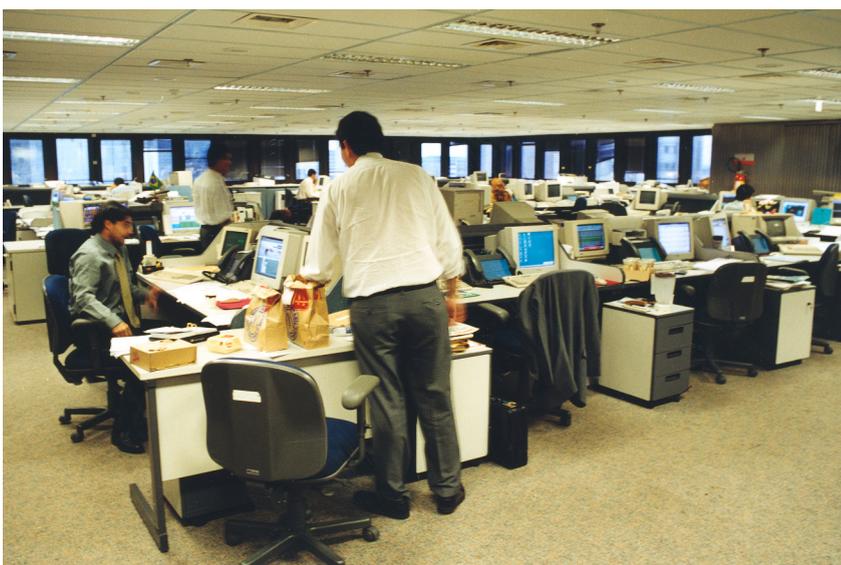
Seminário Internacional: Banco Central, uma Visão para o Terceiro Milênio. Brasília, julho de 1996



Seminário Internacional sobre Lavagem de Dinheiro. Brasília, dezembro de 1998



Departamento das Reservas Internacionais (Depin), na época de Gustavo Franco. Brasília, 1995



Depin, na época de Gustavo Franco. Brasília, 1995



Depin, na época de Gustavo Franco. Brasília, 1995



Maria do Socorro Costa de Carvalho, chefe do Depin na época de Gustavo Franco. Brasília, 1995



Seminário de apresentação do Programa de Aperfeiçoamento dos Instrumentos de Atuação do Banco Central do Brasil junto ao Sistema Financeiro Nacional. Da esquerda para a direita: Gobind Nankani, Claudio Mauch, Gustavo Franco e Sergio Darcy. Brasília, dezembro de 1997



Seminário de apresentação do Programa de Aperfeiçoamento dos Instrumentos de Atuação do Banco Central do Brasil junto ao Sistema Financeiro Nacional. Da esquerda para a direita: Gobind Nankani, Claudio Mauch, Gustavo Franco e Sergio Darcy. Brasília, dezembro de 1997



Reunião do Mercosul. Da esquerda para a direita: Marcos Caramuru, Pedro Malan, Gustavo Franco, Linaldo Gomes, Luiz Malan e Arno Meier.



Evento de lançamento do Plano Real. Da esquerda para a direita: Alkimar Moura, Gustavo Franco, Murilo Portugal, Clóvis Carvalho, Pedro Malan, Winston Fritsch e Carlos Eduardo Tavares de Andrade. Brasília, julho de 1994



Comemoração dos dois anos do Plano Real. Da esquerda para a direita: Humberto Motta, André Romar e Gustavo Franco. Rio de Janeiro, 1996



Comemoração dos dois anos do Plano Real. Rio de Janeiro, 1996



Evento de 3 anos do Plano Real. Da esquerda para a direita: Humberto Mota, Henrique Gomes, Gustavo Franco, Marcio Fortes e Ayrton Calçada. Rio de Janeiro, agosto de 1997



Evento de 3 anos do Plano Real. Da esquerda para a direita: Humberto Mota, Henrique Gomes, Gustavo Franco, Marcio Fortes e Ayrton Calçada. Rio de Janeiro, agosto de 1997



Evento de 4 anos do Plano Real. Da esquerda para a direita: Michel Temer, Antônio Carlos Magalhães, Fernando Henrique Cardoso, Pedro Malan e Gustavo Franco. Brasília, julho de 1998



Exposição da Família do Real. Museu de Valores do Banco Central do Brasil. Brasília



Cerimônia de transmissão do cargo de presidente do BCB de Gustavo Franco a Arminio Fraga. Brasília, março de 1999



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

### O Banco dos Bancos

*O combate à inflação estava indo bem, o Plano Real estava obtendo sucesso, mas ainda havia certa vulnerabilidade na economia brasileira no que diz respeito às crises internacionais, como a crise do México em 1994. Como foi aquele período para o senhor, que era diretor de Assuntos Internacionais no Banco Central?*

É importante lembrar que a crise do México teve um impacto muito pequeno para nós, especialmente porque estávamos em um momento diferente do ciclo econômico comparativamente ao México. Por razões domésticas, por todo *timing* da inflação e dos ajustes, do próprio Plano Real, o Brasil estava em um momento bom, estava acumulando reservas e, portanto, dessa vez, a crise em um país emergente e próximo não foi um problema de balanço de pagamentos. Na verdade, desde 1992, o Brasil vinha acumulando reservas, tendo até dificuldades com o excesso de divisas, uma novidade para nós. Isso já estava acontecendo quando cheguei ao Ministério da Fazenda, em maio de 1992, e já era uma grande preocupação quando fui para o Banco Central, em setembro de 1993. Estávamos tentando regular o excesso de entrada de capitais por meio dos mecanismos inovadores sobre o fluxo cambial, o que foi uma experiência interessante. Tratava-se de usar o gigantesco poder discricionário do Banco Central para controlar o câmbio, não mais para evitar a saída de recursos, mas para moderar as entradas, o que era uma novidade quase revolucionária para o Banco Central.

*Por que acumular reservas era problemático?*

Em virtude do custo fiscal da acumulação de reservas, que gerava expansão da dívida pública. As reservas rendiam o juro americano, e a dívida em moeda local usada para comprar os dólares custava muito mais caro. O Banco Central se via obrigado a comprar os dólares

excedentes e precisava esterilizar essa expansão de meios de pagamento. Na época de inflação elevada, nos idos de 1992-1993, a taxa de câmbio real era mantida estável mediante desvalorizações diárias equivalentes à inflação estimada para o dia. Manter o câmbio assim indexado era como manter fixo no sentido de que o Banco Central se obrigava a comprar (ou vender) dólares conforme a taxa que fixava. Assim sendo, com a taxa de câmbio real constante, o que se verificava era uma sobra recorrente de dólares: o Banco Central se via comprando um volume elevado de divisas. Uma situação anômala para a experiência brasileira, que sempre foi de escassez de divisas. Na verdade, essa situação também existia em muitos outros países emergentes. Era uma situação descrita na época, em inglês, pela expressão *too much of a good thing* [excesso de algo bom]. É nessa época, por exemplo, que o Chile se notabiliza pela utilização do que ficou conhecido como “quarentena”, um sistema pelo qual se buscava desestimular a entrada de capitais, tornando obrigatório que esses recursos ficassem no país por um período mínimo de tempo, que poderia ser meses ou anos. Muitos países emergentes estavam vivendo esse novo problema; sem dúvida, um problema global decorrente, talvez, do excesso de liquidez na economia norte-americana. Mas o fato é que era uma novidade, especialmente porque o excesso originava-se da conta de capitais.

No Brasil, isso se manifestava, sobretudo, pelos capitais que ingressavam no país pela via do chamado Anexo IV,<sup>40</sup> um mecanismo criado, originalmente, para acomodar os investimentos em bolsas de valores. A Resolução 1.289, de 20 de março de 1987, do CMN, estabelecia um regulamento de entrada para cada tipo de investimento de não residentes, e o Anexo IV normatizava os investimentos em bolsas de valores e em instrumentos de renda fixa. Estava ocorrendo uma entrada intensa de investimentos em renda fixa, e começamos a buscar mecanismos para restringi-los. Os recursos que ingressavam

---

40 Trata-se do Anexo IV da Resolução 1.289, de 20 de março de 1987, que tratava da administração de carteira de valores mobiliários mantida no país por investidores institucionais estrangeiros, tais como fundos de pensão, carteiras próprias de instituições financeiras, companhias seguradoras e fundos mútuos de investimento constituídos no exterior, ou outras entidades de investimento coletivo devidamente registradas no órgão equivalente à comissão de valores mobiliários do país de origem ou em entidade supranacional controladora do investimento.

no país direcionados para investimentos na bolsa de valores eram muito bem-vindos, mas o capital direcionado para renda fixa é, por natureza, de curto prazo e, portanto, especulativo e incômodo pelo excesso. A ideia de tentar limitar a entrada de recursos por tipo de investimento é muito difícil na prática, pois o capital pode se transformar, por meio de uma mudança na modalidade de aplicação, na hora em que ocorre o investimento propriamente dito. Então, gradualmente, fomos migrando para a aplicação de um tributo, o IOF [Imposto sobre Operações Financeiras], que era uma forma de taxar qualquer entrada de capital que não fosse nas modalidades que considerássemos adequadas. Dessa forma, transformávamos uma proporção do excesso de entrada de capitais em arrecadação tributária, mas não era esse o objetivo central. O IOF era um imposto regulatório, aplicado para desestimular a entrada de capitais e, portanto, o ritmo de acumulação de reservas.

Em síntese, quando a crise do México emerge, o Brasil já enfrentava o problema de excesso de entrada de capitais há algum tempo. Além disso, tínhamos acabado de lançar o Plano Real. O país estava em um momento de esplendor. Quando ocorreu o lançamento do Real, em meados de 1994, o Banco Central, inclusive, tinha saído do mercado de câmbio e, para surpresa de muitos que não imaginavam ser possível que uma moeda determinada unicamente pela oferta e procura pudesse se valorizar, foi o que aconteceu. Evidentemente, sabíamos que isso iria acontecer porque estávamos, há pelo menos um par de anos, enfrentando excesso de reservas internacionais, acumulando, comprando. Todos os dias comprávamos divisas, até o dia do lançamento do Plano Real; na verdade, dois dias úteis antes da estreia da nova moeda, quando soltei a instrução, longamente pensada, mas simulando certo improvisado e meio de surpresa: “Pessoal, tenho um aviso para vocês: hoje, o Banco Central não vai comprar câmbio”.

Do outro lado da linha, o chefe do Depin [Departamento das Reservas Internacionais do BCB] me interpelou: “Diretor, como assim? Compramos câmbio todo dia”. Ao que respondi: “Pois é, hoje não vamos comprar. E amanhã também não, ok?”.

Como as operações eram liquidadas em D+2 [dois dias após a data da negociação], isso aconteceu alguns dias antes da entrada em circulação do real, em 1º de julho. Foram decretados feriados e houve um fim de semana no meio, alguma coisa assim, então, o mercado percebeu que o real ia flutuar dois dias antes do dia do lançamento oficial, mas sem haver nenhuma explicação. Quando o dia 1º chegou, o câmbio já estava caindo pela falta do comprador recorrente, o Banco Central, e assim o real se valorizou.

Foi nesse contexto, em nosso melhor momento de balança de pagamentos, que eclodiu a crise do México. Em razão de todo esse enredo tendo lugar aqui no Brasil, diria que a crise do México não teve praticamente nenhuma influência nos acontecimentos. Lançamos o [Plano] Real em julho de 1994, e a taxa de câmbio atingiu o valor de R\$0,83/US\$1,00 [83 centavos de real por 1 dólar] nas semanas que se seguiram. Quando esse patamar foi alcançado, começamos a comprar divisas para evitar que a taxa caísse mais ainda. Já tinha caído muito mais do que esperávamos. Então, começamos a comprar, comprar e comprar.

Foi quando a crise no México gerou incertezas no sistema financeiro internacional, e o dólar começou a se valorizar, ou seja, o real começou a depreciar muito rapidamente, e ficamos com medo de haver efeitos sobre a inflação. Quando a taxa de câmbio atingiu R\$0,86/US\$1,00, comecei a me preocupar, porque o mercado ficou com um jeito de que poderia ter disparado. Estávamos em setembro, talvez, outubro de 1994, e não se pode esquecer de que a inflação do primeiro mês do [Plano] Real tinha sido de 6,8% [IPCA]; a do segundo, 1,9%, acumulando cerca de 9%; e a do terceiro foi 1,5%; e, a partir daí, foi ficando mais difícil. Em outubro, enfrentamos o dilema de manter solto o mercado de câmbio, ou não, quando a taxa de câmbio poderia elevar-se muito rapidamente atrapalhando a estabilização. Não sabíamos se ia acontecer, mas estávamos em um momento delicado do Plano Real e não era bom correr riscos. Decidimos barrear a taxa de câmbio em R\$0,86/US\$1,00, que era um número baixo, mas era o que tínhamos no momento, se não era para interferir na trajetória da inflação. Sabíamos que, em algum momento, teríamos que mudar a política, o que aconteceu no começo de 1995, quando fizemos um

deslocamento dessa banda de flutuação que estava entre R\$0,83/US\$1,00 e R\$0,86,00/US\$1,00 para um intervalo maior, um pouco mais acima, levando a uma desvalorização do real. Essa mudança foi confusa e gerou opiniões divergentes dentro da equipe sobre como fazer e para onde ir com a política cambial. Acabou prevalecendo a proposta de manter um sistema de bandas, que era a vertente com a qual eu concordava.

Independentemente de diferenças de opinião, era consensual na equipe a essencialidade da âncora cambial naquele momento. Acabara o efeito da URV. Acabaram-se “os truques”. Agora, estávamos no solo com uma espada nas mãos enfrentando o inimigo. Não havia mais ajuda, não tínhamos nem artilharia, nem cavalaria, nem nada. Por isso, não era possível abrir mão da âncora cambial.

*O senhor pode explicar, em termos mais abstratos, mais acadêmicos mesmo, a origem intelectual da âncora cambial? Por que era uma solução interessante para economia?*

A rigor, o mecanismo remonta ao padrão-ouro, cuja origem se perde na poeira do tempo. Era uma ideia obsoleta de moeda vinculada a metais preciosos, ao menos desde 1933, mas que ganhou popularidade como mecanismo de estabilização em razão da experiência da Argentina. Havia até uma expressão em inglês – *Exchange Rate Based Stabilization* – aparecendo em títulos de um número enorme de estudos que vinham do Banco Mundial, do FMI e de várias instituições internacionais. Não era difícil entender o interesse nessa ideia, pois parecia funcionar na Argentina, de onde emergia uma propaganda fortíssima para a adoção do sistema, especialmente em países com histórico de fracasso em políticas de estabilização e às voltas com inflações muito altas. O Brasil era um candidato óbvio, ao menos aos olhos dos argentinos e observadores mais distantes.

A forma mais rigorosa de uma estabilização que tinha como base a fixação da taxa de câmbio e a adoção de uma regra de conversibilidade era denominada Caixa de Conversão – ou *Currency Board*, em inglês. A Argentina havia implementado esse mecanismo. Na verdade, o Brasil havia feito algo parecido em 1906 e, de novo, em 1928, com

a Caixa de Amortização, que eram, essencialmente, organismos que emitiam a moeda local com 100% de lastro em moeda estrangeira.

Em nossos debates internos sobre como organizar e estruturar o [Plano] Real, a experiência argentina sempre esteve muito presente. Alguns dos membros da nossa equipe eram favoráveis à adoção de um *currency board* para o Brasil, embora sem muita convicção. Não se cogitou fazer nada parecido com o que ficou conhecido como o Plano Larida, de moeda indexada, e seus autores, André e Persio, estavam mais inclinados para uma solução no estilo *currency board*. O André até já havia publicado um *paper* sobre o tema, e estávamos no auge da popularidade desse tipo de programa.

*E o grande exemplo para o Brasil era o caso argentino?*

Sim. A defesa dessa ideia vinha com argumentos dos argentinos, que sempre diziam que era como “queimar as caravelas”, ou seja, ao adotar esse tipo extremamente rígido de organização monetária, não se deixava alternativa para o sistema político que não a de “arrumar a casa”, do ponto de vista fiscal, para sustentar o plano. Claro que havia o risco de o sistema político travar e não entregar o resultado fiscal que faria sustentável a fixação do câmbio e o *currency board*. Na verdade, as leis da política pareciam apontar para a ideia de que é o rabo que abana o cachorro e não o contrário, portanto, a ideia de “emparedar” os políticos parecia uma temeridade, ainda que pudesse funcionar durante certo tempo, quando era grande o encanto inicial com a estabilização. A ideia parecia interessante, mas nenhum de nós apostava que a Argentina ia se aguentar para o resto dos tempos, e o sofrimento que o impasse poderia provocar nos assustava. O que ocorreu com a Argentina foi que, de fato, a situação se tornou insustentável, ou ao menos passou a ser uma agonia que parecia não ter fim.

Enquanto isso, durante nossos debates sobre o [Plano] Real, era muito claro que íamos usar a taxa de câmbio como uma das âncoras para a estabilização, mesmo porque não poderíamos abrir mão de nenhuma das ferramentas. Teríamos que cuidar para não cair na armadilha em que estavam os argentinos, e acho que trabalhamos bem. Seria ingenuidade pensar que poderíamos ter feito o que fizemos sem uma âncora cambial,

que usamos junto com a política monetária na dosagem que nos pareceu correta, sobretudo tendo em vista que as condições fiscais não eram ideais, longe disso. Como teria sido se fizéssemos diferente? Quando me dizem que errei em ser teimoso com a âncora cambial, sempre pergunto qual teria sido a alternativa? Na verdade, não creio que houvesse uma alternativa melhor e nenhum dos “críticos” da política cambial apareceu com nada melhor durante os momentos críticos da estabilização. O fato é que alcançamos uma inflação de 1,5% ao ano em 1998 graças à utilização da âncora cambial. Como se mata um dragão sem armas de fogo? Com as armas da persuasão? Um estilingue?

O fato é que a âncora cambial cumpriu papel essencial e provavelmente insubstituível para transitarmos do momento inicial até o quarto ano do [Plano] Real, ou seja, até o segundo semestre de 1998, quando então, e só então, conseguimos produzir um *superavit* primário decente. Nos primeiros dois anos, não fomos cobrados quanto a resultados fiscais, dado o quadro maior de reorganização monetária, bancária e os ajustes fundamentais que vínhamos fazendo em temas como bancos públicos e estados. Entretanto, a partir de 1996, 1997, o plano já deveria mostrar algum resultado na área fiscal. A complacência fiscal foi gerada pelo sucesso da âncora cambial, uma vez que, em 1997, a taxa de inflação estava abaixo de 5% ao ano. Era um sucesso. Contudo, nesse período, internamente já alertávamos ao presidente sobre a importância de substituir as âncoras cambial e monetária. Não apenas porque o câmbio estava apreciado, mas a taxa de juros estava alta e precisávamos buscar uma combinação menos rígida, mas isso só ocorreria se o *superavit* primário fosse aumentado. Do contrário, acabaríamos no mesmo ponto em que acabou o Plano Cruzado. Todos ficavam temerosos, mas era este o *trade-off* [dilema].

Assinale-se que, dentro do governo, houve muito pouco questionamento sobre âncora cambial, praticamente nenhum. Obviamente, entre nós, integrantes da equipe econômica, falava-se sobre o tema todos os dias, mas não houve nenhuma discordância sobre o que fazer. Houve divergências no início do plano, sobre o método para mudar a banda da taxa de câmbio. A passagem da primeira banda para a segunda foi tumultuada em março de 1995. Já quando tivemos que passar para

a terceira, em julho, não houve agitação porque conduzimos bem a transição, graças à introdução das chamadas “minibandas”, que foi uma nova criatura no terreno da tecnologia de operação no mercado de câmbio e que foi operada por meio de um mecanismo inovador chamado leilão de *spread*. O que é isso? Até aquele momento, o Banco Central só realizava leilões de compra ou de venda de moeda estrangeira. Os leilões de compra ocorriam quando a taxa de câmbio de mercado estava próxima de R\$0,83/US\$1,00, e os leilões de venda quando a taxa atingia R\$0,86/US\$1,00. Essa “banda” de flutuação moveu-se para um novo intervalo em março, com pontos de intervenção entre R\$0,88/US\$1,00 e R\$0,93/US\$1,00. Esses eram os limites para determinar a atuação do Banco Central, vendendo ou comprando dólares. Em julho, logo adiante, queríamos mover os intervalos para cima e a questão operacional era como fazer sem gerar os tumultos que tinham ocorrido em março. A novidade que resolveu o problema e que deu novo significado ao sistema de bandas foi o leilão de *spread*. Era um tipo diferente de leilão que consistia em pedir aos *dealers* de câmbio que indicassem um preço ao qual comprariam divisas e também um preço ao qual venderiam. Na realidade, era como se o regulador atuasse como operador ao pedir às suas contrapartes que “abrissem um *spread*”, ou seja, que exibissem seus preços de compra e de venda (por exemplo: compro a R\$1,1001/US\$ e vendo a R\$1,1005/US), para que o Banco Central pudesse escolher em qual ponta gostaria de transacionar. Com isso, evidentemente, o temor era que o Banco Central tomasse a ponta indesejada pelo banco, ou seja, que vendesse quando o operador queria comprar ou vice-versa. Era um tremendo desconforto para o mercado e servia para reduzir drasticamente a volatilidade.

*Quem fornecia essa informação era o operador do banco participante de leilão?*

Sim. O Banco Central está interligado, por meio de um sistema eletrônico, a 20 ou 30 instituições financeiras que chamamos de *dealers*. Quando se convoca um leilão, tudo se passa como se, no Banco Central, alguém apertasse um botão e os *dealers* fossem informados dos termos do leilão, de compra, venda ou *spread*, e quais os parâmetros. Com a introdução do leilão de *spread*, as regras eram novas: cada *dealer* precisava indicar seu preço de compra e seu preço

de venda para o dólar. Os *dealers* eram obrigados a participar – a introdução do leilão de *spread* foi uma surpresa para eles – e, em cinco minutos, perceberam que tinha mudado a dinâmica do mercado. O conceito era simples: os *spreads* largos indicavam expectativas muito dispersas e oportunidades de arbitragem. O próprio Banco Central ia tirar vantagem disso e, assim procedendo, ia reduzir a volatilidade.<sup>41</sup>

O dia da introdução desse novo tipo de leilão foi exatamente o dia da mudança da banda de flutuação cambial. O mercado amanheceu com a seguinte surpresa: “Banco Central avisa que introduziu o leilão de *spread*, que funcionará conforme regulamento anexo e, em 40 minutos, faremos uma simulação para testar o sistema. Por favor, se preparem. Leiam o regulamento e daqui a 40 minutos receberemos as ofertas”. Passado esse tempo, o sistema passou a operar. Os *dealers* fizeram as ofertas e constatamos que havia muita dispersão, conforme imaginávamos. Fizemos os cálculos e anunciamos os resultados indicando os volumes de compra e de venda sem informar as taxas escolhidas. Realizamos ainda uma segunda simulação e avisamos que, à tarde, o leilão seria efetivo. À tarde procedemos ao leilão de fato e anunciamos a nova banda, que era mais larga que a anterior, R\$0,91 com R\$0,99, salvo engano. Contudo, essa banda maior acabara de perder o sentido, pois com o sistema de leilão de *spread*, o intervalo relevante passava a ser o do *spread*, e o mecanismo passou a ser conhecido como “minibandas”. O sistema foi um sucesso absoluto: em 1995, 60 leilões de *spread* foram realizados, com US\$5,1 bilhões comprados e US\$3,6 bilhões vendidos. Em 1996, 86 leilões de *spread* resultaram na compra de US\$2,5 bilhões e na venda de US\$3,3 bilhões e em 1997, com 75 leilões desse tipo, os volumes caíram para US\$603 milhões e US\$224 milhões respectivamente. Como era de se esperar, esses leilões foram tão bem-sucedidos que terminaram por reduzir o *bid-ask spread* à quarta casa decimal, ficando praticamente impossível que alguma instituição individual fosse capaz de “desgarrar” do consenso de mercado, pois o BCB sempre poderia lhe pedir *spread*, ou chamar um leilão, e lhe servir “na ponta contrária” usando recursos do próprio mercado.<sup>42</sup>

---

41 Comunicado Depin 4.637, de 21 de junho de 1995.

42 FRANCO, Gustavo H. B. *O desafio brasileiro: ensaios sobre desenvolvimento, globalização e moeda*. São Paulo: Editora 34, p. 304.

Tecnicamente, denominamos tudo isso de “sistema de banda”, mas, na verdade, nesse momento migramos para um quase *crawling peg*, um sistema de minidesvalorizações dentro de um intervalo reduzido, um canudinho fininho. Havia uma banda larga apenas indicativa, mas a trajetória era controlada nas minibandas. Nesse sistema, havia implícita uma inflação de 8% ao ano. Quando implantamos esse mecanismo, em 1995, a inflação era superior a isso. Mas, já em 1996, 1997, não. Portanto, a partir de 1997, a taxa de câmbio real começava a se recuperar lentamente. Esse nosso sistema de âncora cambial era um sistema móvel, uma espécie de *crawling band*. Quando se olha em um gráfico, é como se a taxa de câmbio passasse a ser uma reta a partir de julho de 1995, com a “inclinação” indicando 8% ao ano de desvalorização nominal.

É fundamental que se tenha claro, além disso tudo, que tinha leilão de compra de câmbio dia sim, dia não, e muito raramente um leilão de venda. Isso durante todo esse período de julho de 1995 até meados de 1998, quando veio a crise da Rússia. Ou seja, o mercado era “oferecido” durante todos esses anos; portanto, se flutuássemos o câmbio a cotação ia para baixo como uma pedra, provavelmente para bem abaixo de R\$1,00 por dólar. Por isso, é totalmente ridículo dizer que estávamos sustentando o câmbio num nível artificialmente alto (valorizado). Na verdade, era o contrário, mantínhamos o câmbio artificialmente alto (desvalorizado) relativamente ao que parecia ser o equilíbrio de mercado. Basta ver o número de leilões de compra que fizemos no período.

*Foi uma decisão do Banco Central embutir essa taxa de inflação de 8%?*

Sim, foi decisão nossa. Não queríamos que ninguém percebesse esses 8% como indexação da taxa de câmbio, para não transmitir a ideia de que o Banco Central estava prestando a atenção à taxa de câmbio real ou preocupado com a indexação do câmbio. Era para ser um número como outro qualquer. O que aconteceu foi que a taxa de câmbio, que era cotada na segunda casa decimal, passou a ser cotada na quarta casa decimal. Se não me engano, era de R\$1,0032 na compra e R\$1,0034 na venda, por dólar. Um resultado foi que a volatilidade encolheu barbaramente, algo que agradou a muitos, mas

desagradou a outros tantos. Para quem faz operações de arbitragem, é ótimo haver volatilidade; entretanto, para o exportador, o investidor de longo prazo, a pessoa que tem relações com o exterior e prefere estabilidade da taxa de câmbio, esse novo mecanismo foi maravilhoso porque introduziu um componente de previsibilidade muito grande. A estabilidade é benéfica também por viabilizar arbitrar taxa de juros, a brasileira e a externa, sem risco de grande flutuação cambial. Era um sistema diferente, que fez emergir uma indústria que não existia no Brasil, a de derivativos cambiais, que surge, nesse momento, na BM&F. O contrato de futuros da BM&F ganha enorme liquidez e se torna algo gigante.

A formação da taxa de câmbio se desloca do mercado à vista [*spot*] para o de derivativos, o que também é um fenômeno interessante. Isso nos fez pesquisar muito sobre o que aconteceu com as *commodities*, por exemplo, quando a bolsa de derivativos em Chicago passou a ser relevante. Buscávamos as respostas para nossas perguntas sobre o câmbio com o pessoal de Chicago, usando os mercados de trigo, por exemplo. Perguntávamos o que aconteceu, por exemplo, com o preço do mercado à vista de trigo após a introdução do contrato futuro que passou a ter mais liquidez e movimentação que o próprio mercado *spot*. Ficou mais volátil, menos volátil? O que houve? A resposta foi que se tornou menos volátil no geral, mas o processo de formação de preços se deslocou para o mercado de derivativos e diminuiu expressivamente a negociação do produto físico. O mercado de derivativos é o espaço onde todos operam tanto nas *commodities* quanto em moedas, e no mundo inteiro. Não demorou muito para percebermos que o mesmo estava acontecendo em nosso mercado de câmbio. O pessoal do Departamento de Câmbio (Decam),<sup>43</sup> mais velha guarda, já implicava com o mercado interbancário de câmbio porque achava que era uma novidade e reclamava do volume de movimentação cinco vezes maior do que o do mercado primário.

---

43 O Departamento de Câmbio (Decam) era uma das unidades vinculadas à Diretoria da Área Externa, sendo responsável pela regulamentação e supervisão do mercado de câmbio. Esse Departamento fundiu-se com o Departamento de Capitais Estrangeiros (Firce), formando o Departamento de Capitais Estrangeiros e Câmbio (Decec), que foi por sua vez extinto em 2005, criando-se a Gerência de Capitais Estrangeiros (Gence). Em 2013, a Gence foi transformada em Departamento de Regulação Prudencial e Cambial (Dereg).

No entanto, é do jogo. Quando o mercado de derivativos começou a operar 20, 30 vezes em valor nocional o que era negociado no mercado pronto [à vista], o pessoal do Decam dizia que era preciso bloquear o processo de qualquer maneira. Diziam: “prende esse boi aí”. Mas assim era o mundo cambial das moedas maduras onde estávamos entrando. Examinando os mercados internacionais de moedas, para o dólar, por exemplo, a relação entre a negociação de derivativo *vis à vis* o pronto era de 50 vezes. No nosso caso era menor, era de 20 vezes. Nossa moeda ainda tinha pouca liquidez. Esse era um fenômeno interessante, mas, é claro, tínhamos um problema. Vou explicar, antes de abordar as crises.

O que acontecia? O mercado físico, ou o mercado pronto (*spot*) de câmbio, esse que o Banco Central controla pelo Sisbacen,<sup>44</sup> vai se comunicar com o mercado de derivativos através de operações de arbitragem. Com o mercado futuro de câmbio e o mercado futuro de Depósitos Interbancários (DI), é possível montar uma operação que arbitra o câmbio de hoje com o de amanhã, no âmbito da BM&F. Claro que se o Banco Central fixa o câmbio e o juro, está fixando implicitamente o câmbio daqui a trinta dias, ou sessenta dias. Foi essa ponta que o mercado rapidamente aprendeu a fixar e operar.

Claro que, se o Banco Central atuar em um mercado (o *spot*), em tese deveria atuar no outro (nos futuros) também, pois, se não atuar nos dois, cria-se um movimento no mercado futuro que será transmitido para o pronto, ou vice-versa, e pode não se alcançar o resultado desejado. Por si só, isso não deveria ser um problema maior. Contudo, percebemos que no mercado de derivativos opera-se de forma muito alavancada, e isso desequilibrava o mecanismo. O que significa isso? Ao comprar contratos na BM&F no valor de US\$10 milhões, faz-se uma posição comprada que força a taxa de câmbio para cima nesse mercado futuro com liquidação no dia 30 do mês. Da forma como o mercado futuro funcionava, pode-se comprar esse montante de US\$10 milhões em contratos liquidados em moeda local, mobilizando em torno de 7% desse montante como depósito

---

44 Sistema de Informações do Banco Central do Brasil (Sisbacen) é o sistema eletrônico que coleta, armazena e troca informações, interligando o BCB aos agentes do Sistema Financeiro Nacional.

na BM&F para garantir que haja recursos para pagar as variações da taxa até o vencimento. A posição era liquidada pela variação e sem entrega física. Comprados, então, os US\$10 milhões em um dia, no seguinte, se a taxa subiu 2%, você ganhou, e recebe o valor ganho. Caso a taxa tenha diminuído, você perdeu e paga o valor da perda. Então, o que ocorre é que o investidor fica com uma conta-corrente, que é o seu depósito para cobertura de margem, mas que, no fundo, funciona como capital que é utilizado para sustentar a posição. Na prática, isso significa que, com R\$1,00, é possível fazer uma posição de cerca de R\$10,00. O investidor opera alavancado mais de dez vezes, porque a margem de garantia era de apenas 7% do valor da operação. Então, o sujeito que quer pressionar a taxa de câmbio para cima pode, com um R\$1,00, fazer um movimento de R\$10,00, e esse movimento é transmitido para o mercado pronto. O câmbio pronto aumenta e o Banco Central precisará vender os dólares sem alavancagem. Isso criava uma assimetria entre o derivativo e o dólar físico, o pronto.

No sistema de câmbio flutuante não há esse problema, porque se o operador pressiona em uma direção, Banco Central não precisa vender. Com o sistema de bandas cambiais não era assim, sobretudo se havia pressão cambial, e as operações com derivativos serviam como uma fonte de ataque. Lembro que a introdução do leilão de *spread* foi na época em que o Gustavo Loyola assumiu a presidência do Banco Central. Recordo que o trouxemos para uma reunião em alguma sala da Diretoria da Área Externa (Direx) e lhe explicamos o plano do leilão de *spread*. Informamos que estávamos prontos para operar, o que o deixou satisfeito. Na ocasião, avisamos sobre o problema do derivativo que estava surgindo, deixando claro que a próxima crise viria por esse caminho, pois poderiam fazer o ataque alavancados. Também apresentamos um plano de defesa. Se fizessem isso, teríamos que atuar na BM&F diretamente. Consultamos o pessoal do jurídico e asseguramo-nos de que teríamos competência, pois a BM&F é instituição financeira regida pela Lei 4.595/1964.<sup>45</sup> O Banco Central utilizou a BB DTVM como seu intermediário, e

---

45 A Lei 4.595 foi editada em 31 de dezembro de 1964. Ver [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm).

começamos a fazer pequenas operações com derivativos no final de 1995 para testar se o mecanismo funcionava.

O sistema de bandas funcionou tranquilamente após a mudança de 1995 até a crise da Ásia, em setembro de 1997. Nessa época, eu já era presidente do Banco Central. O mecanismo de operar em derivativos estava super bem lubrificado e, com a eclosão da crise asiática, a pressão cambial veio exatamente da BM&F. Exatamente como prevíamos, portanto, estávamos prontos, e o mercado não tinha percebido. Se o ataque especulativo ao real viesse na arena dos derivativos alavancados, nós estaríamos lá, e com capacidade ilimitada para trabalhar. Era como operar um cassino, vamos dizer assim, onde o Banco Central tinha a capacidade de fabricar as fichas. E novamente nosso jurídico estava plenamente de acordo com que essas atividades estavam cobertas pelo inciso III, artigo 7 da Lei 4.595, ao definir as competências do Banco Central: “atuar no sentido do funcionamento regular do mercado cambial, da estabilidade relativa das taxas de câmbio e do equilíbrio no balanço de pagamentos, podendo para esse fim comprar e vender ouro e moeda estrangeira, bem como realizar operações de crédito no exterior e separar os mercados de câmbio financeiro e comercial”.

Então, o Banco Central ficou operando, fazendo posição na BM&F e montando a queda de braço que o mercado achava que seria fácil. Com isso, não se materializava a pressão nos futuros que se converteria em pressão sobre o *spot* que só poderia ser resolvida com venda de dólar das reservas. Nos futuros, estávamos operando em reais, tal qual vender NTNs com correção cambial. O volume que operamos chegou a ser bastante expressivo. O que ocorria é que esse pessoal estava perdendo dinheiro, quer dizer, quem fazia uma grande posição comprada em câmbio, perdia algo em torno de 1%, 2% ao mês para carregar [manter] aquela posição na esperança de que ocorresse uma desvalorização e ele ganhasse uma fortuna. O que ele não sabia é que o Banco Central não estava vendendo dólar físico, estava comprando contratos na BM&F. Até estávamos disfarçando e vendendo dólar físico em pequenas quantidades para fazer de conta que não estávamos operando em derivativos. Em determinado momento, o mercado percebeu que havia algum problema, diziam

que tinha “operação chapa branca” na BM&F. Perguntavam a mim, mas eu não falava nada, de propósito.

Evidentemente, a crise da Ásia teve também outros enredos. A equipe econômica se reuniu e, na sequência, reuniu-se com o presidente, para conversar sobre como enfrentaríamos esse ataque especulativo que não era apenas uma especuleta de alguns operadores. O Banco Central tinha os instrumentos necessários e conseguiria fazer frente ao ataque, contudo entraria na luta enfraquecido se o mercado sentisse que ele estava sozinho. No entanto, se fosse o Banco Central, a Fazenda, se fosse o governo, se fosse o país unido, aqueles que estivessem atacando perceberiam que não venceriam. Só ganhariam se o país estivesse dividido, se o Banco Central estivesse isolado porque, nesse caso, a aposta não é sobre se o Banco irá fraquejar, é sobre mudar a liderança da Instituição. É outra aposta. O primeiro tema que tratamos com o presidente foi esse. O segundo foi sobre a questão fiscal. Precisávamos apresentar *superavit* primário ou algo que ratificasse o compromisso do governo com os termos da estabilização e da política macroeconômica até então praticada. As duas demonstrações poderiam ser feitas em conjunto, se a arrumação fiscal viesse como um pacote fiscal aprovado pelo Congresso, com o apoio das lideranças políticas. Fernando Henrique gostou da ideia, chamou os líderes políticos, montou-se o chamado Pacote 51,<sup>46</sup> e a crise da Ásia foi vencida em duas vertentes. Uma vertente política, na qual o governo anunciou o pacote fiscal e mostrou seu compromisso com o equilíbrio fiscal. Todos os líderes políticos estavam reunidos em torno desse pacote, com a exceção habitual do Partido dos Trabalhadores (PT). E a outra vertente foi deixar o Banco Central fazer o trabalho sujo de lidar com as pressões no câmbio dentro das lógicas desse mundo. Foi quando surgiu a expressão “saco de maldades” porque, quando o mercado percebeu que o Banco Central estava no mercado de derivativos e também atuando no mercado de câmbio pronto, foi como se estivessem cercados no desfiladeiro. Com o lançamento do Pacote 51, sentiram como se tivesse havido uma emboscada. Houve, então, um movimento contrário de desmontar

---

46 Esse pacote foi anunciado em novembro de 1997 e listava 51 medidas que visavam reverter o desequilíbrio fiscal no governo Fernando Henrique Cardoso.

as posições para reduzir perdas. O Banco Central foi implacável. Não houve negociação. Mercado é mercado, na hora de perder também.

*Várias corretoras quebraram, não é?*

O discurso daqueles que elogiam muito o mercado, a liberdade de mercado, só acontece quando eles estão ganhando, mas, quando estão perdendo, o discurso não é bem esse. Vem uma queixa sobre transparência, ou sobre restrições ao Banco Central cumprir o seu mandato. Conversa de perdedor. Dessa vez, não houve clemência. Muitos tiveram prejuízos elevados, e não era gente pobre. Estávamos em um momento em que o sistema bancário brasileiro já estava mais arrumado, já haviam ocorrido as operações do Proer,<sup>47</sup> a liquidação ou privatização dos bancos estaduais. Então, o cenário era favorável. O único aspecto que não foi bom foi que o sucesso na resposta à crise da Ásia foi tão flagrante, tão bacana, que gerou uma complacência fiscal que praticamente cancelou os efeitos do Pacote 51. No segundo trimestre de 1998, as estatísticas fiscais haviam piorado de novo. O sucesso na gestão da crise da Ásia semeou problemas para o futuro; isso foi irritante.

*Uma questão técnica sobre as operações do Banco Central na BM&F: Quando operavam, vocês operavam como qualquer outro player? Havia uma conta na BB DTVM e operavam normalmente? O mercado tinha alguma ideia de que vocês estavam junto com eles?*

O mercado não tinha nenhuma ideia. Acho que no início das operações de futuro de câmbio, inclusive, ainda era a época do *pit*, um cercadinho onde ficava o operador. Ele falava as operações, alguém respondia, ele tirava a boleta e passava para outra pessoa. Ainda era operacionalizado dessa forma. Lembro-me de que conversava diretamente com um operador da BB DTVM que ficava no *pit*. Depois extinguiram o *pit*

---

47 O Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer) visava assegurar liquidez e solvência ao SFN e resguardar os interesses dos depositantes e investidores por meio do estímulo a reorganizações administrativas, operacionais e societárias, previamente autorizadas pelo Banco Central, que resultavam na transferência de controle acionário ou na mudança de objeto social. Foi implementado a partir de 1995, com base na MP 1.179, de 3 de novembro de 1995 na Resolução do CMN 2.208, da mesma data. Ver BRASIL. Banco Central do Brasil. *Manual de finanças públicas*: sumário dos planos brasileiros de estabilização e glossário de instrumentos e normas relacionados à política econômico-financeira. Brasília: Banco Central do Brasil, 6ª edição revisada, jun de 2008..

e não falávamos com mais ninguém, tudo era processado pelo sistema informatizado. Eu gostava de falar com o operador que estava dentro da sala do pregão para ouvir bem o sentimento do mercado, as fofocas e a baixaria. Mas falava pouco para minimizar a possibilidade de percepção de que o Banco Central estava operando.

*Voltando para a questão da âncora cambial e a Argentina. Por que o Brasil não fixou em lei a âncora cambial, como a Argentina?*

Porque não queríamos ficar amarrados. Ao utilizar a âncora cambial, em qualquer formato, era sabido que ia haver inflação e que a taxa de câmbio real ia apreciar. Era normal que a apreciação ocorresse depois da estabilização, mas era preciso manter o controle do processo e evitar tanto a apreciação excessiva quanto a incapacidade de corrigi-la. É possível que a apreciação seja útil mas que se queira corrigir essa apreciação num segundo momento. É fundamental que se tenha essa opção. O que fizemos foi usar o que considerávamos o melhor da experiência argentina e obter o mesmo efeito, não fixando, mas deixando a taxa flutuar. A taxa flutuou e valorizou. Mais adiante, quando a taxa quis fugir, procedeu-se a uma intervenção, sem determinação legal, portanto discricionária, mas pragmática. Executou-se uma política e, depois, definiu-se uma regra. Na Medida Provisória de 1994,<sup>48</sup> que extinguiu o cruzeiro e transformou a URV em real, havia dispositivos que indicavam que era preciso manter lastro em dólares nas reservas internacionais para cada real emitido. Estava na Lei. Tínhamos muito mais dólares do que era necessário, mas havia essa exigência de lastro. Foi engraçado perceber que tinha gente que considerava que esse ponto teria uma importância enorme, mas o que se observou foi que ninguém prestou atenção a isso. Outra restrição que havia na Medida Provisória era um limite para a expansão da base monetária.<sup>49</sup> Sempre se dizia, monetaristas sobretudo, que limitar a emissão de moeda era uma medida de grande valentia, além de essencial. Na prática, é

---

48 Medida Provisória 542, de 30 de junho de 1994, convertida na Lei 9.069, de 29.6.1995. O artigo 3º da referida lei estabelece que: “O Banco Central do Brasil emitirá o Real mediante a prévia vinculação de reservas internacionais em valor equivalente, observado o disposto no art. 4º desta Lei”.

49 Trata-se dos artigos 4º, 6º e 7º, da Lei 9.069, de 29 de junho de 1995, que determinam a existência de limites para o crescimento da emissão do real e a elaboração e encaminhamento da Programação Monetária à Comissão de Assuntos Econômicos do senado após sua aprovação pelo CMN.

difícil afirmar, porque, quando a inflação cai, as pessoas usam mais moeda, a velocidade de circulação da moeda cai muito e a demanda por moeda sobe bastante. Isso não tem nada de inflacionário, é a chamada remonetarização. É natural que a base monetária cresça sem nenhum impacto inflacionário. Mas é muito difícil estimar de quanto será essa expansão. Então, limitar a expansão da base monetária, como fizemos, era uma medida, digamos, cosmética, que servia para tentar transmitir a mensagem de disciplina monetária, mas, no fundo, era uma pequena aventura. Havia algumas questões na medida provisória que criavam uma relação de parentesco com a experiência argentina que era algo mais aparente do que real. Na prática, ficou nas mãos do Banco Central a administração da âncora cambial e houve total liberdade para fazermos o que fosse necessário, não apenas no câmbio, mas também na taxa de juros. Fala-se muito da âncora cambial quando o importante mesmo foi a âncora monetária. As duas funcionam juntas, jamais uma sem a outra. Então, a âncora monetária e os juros necessários para sustentá-la foram os garantidores do sucesso do Plano Real, sem nenhuma sombra de dúvidas. Não poderia ter sido diferente. Não consigo conceber nenhuma outra maneira de termos obtido o sucesso que obtivemos sem a utilização desse tipo de instrumento. Não conheço ninguém que diz ter outra fórmula. Nem mesmo os críticos mais vorazes do Plano Real disseram qual seria a fórmula alternativa. Eu não teria feito uma vírgula diferente do que fiz. Estava certo, era a melhor coisa a fazer, foi feito e deu certo. Em inglês, há um ditado difícil de traduzir: *nothing succeeds like success*. Em português seria algo como “futebol é bola na rede”.

*Contudo, não era uma posição unânime. Está documentado em artigos e em livros que havia oposição, pelo menos intelectual, de membros do governo, à âncora cambial. O presidente blindava e apoiava integralmente a escolha e a utilização da âncora?*

Sim, o presidente ouvia as críticas, os pontos de vista, ouvia o ministro [José] Serra, que era um crítico da política, ouvia o [Luís Carlos] Bresser Pereira, que era ministro da Administração, outro obcecado pelo assunto, mas ouvia também a mim, e eu sempre pedia ao presidente para perguntar a eles o que fazer. Essa resposta nunca vinha. Reconheço a vulnerabilidade de manter-se a política cambial que seguíamos,

sobretudo na ausência contumaz da política fiscal. E isso nunca deixou de ser dito ao presidente. Para ter mais câmbio e menos juro era preciso ter mais primário, simples assim. A questão é que, na economia, no mundo real, é preciso escolher os riscos que se quer correr, não existe “bala de prata”. Nunca existe o “first best”, como dizem os economistas, ou a solução ideal. Adotamos a melhor dentre as piores soluções que se poderia utilizar para chegar à inflação zero, que foi onde chegamos. Se existia outra fórmula, eu não sei. Era certo que em algum momento essa política teria que ser removida, e que, em algum momento, teríamos que passar para o regime de taxas flutuantes. Mas isso não era um problema enquanto continuasse a abundância de câmbio que vinha desde 1993.

Tínhamos um gráfico semanal que circulava na diretoria do Banco Central com a evolução da taxa de câmbio e, para cada dia útil, o que o Banco Central tinha realizado naquele dia: leilão de compra ou leilão de venda. O que aconteceu foi que depois de 1995, só havia leilões de compra. Estávamos sempre comprando, porque a taxa de câmbio estava sempre no piso da banda, sempre querendo cair e não podíamos deixar que ultrapassasse esse limite. Durante a crise da Ásia, em contraste, ocorreram leilões de venda, quando a taxa de câmbio chegou perto do limite superior da banda. Durou um mês ou dois. Depois, voltamos a ter somente leilões de compra, até a crise da Rússia, quando chegamos a ter US\$74 bilhões em reservas internacionais, o recorde até aquele momento.

Esse é um detalhe fundamental que vale a pena repetir. A qualquer momento dessa trajetória, até agosto de 1998, se decidíssemos liberar a taxa de câmbio, ela ia cair forte [o real apreciaria]. Havia uma mística de que a taxa de câmbio estava sendo artificialmente sustentada em um nível baixo. Era exatamente o contrário. Se o Banco Central saísse do mercado, a taxa não seria R\$1,22/US\$, ficaria bem abaixo disso, voltaria talvez para R\$0,83/US\$. Quando ouço que deveríamos ter alterado o regime de câmbio antes, penso que não faz o menor sentido porque, se tivéssemos liberado [abandonado as intervenções], como alguns pediam, haveria queda da taxa.

Na época, quando essa conversa aparecia dentro do governo, a explicação acima era repetida e a decisão era sempre deixar como estava. Por isso

me surpreende um pouco essa recordação que o presidente registrou nas suas gravações transcritas, sobre a minha teimosia em mexer no sistema. Posso entender a angústia dele em ficar ouvindo o Serra e o Bresser todos os dias falando de câmbio, não posso imaginar o que pode ser pior que isso. E além desses dois, havia também os potentados da FIESP, todo mundo querendo mais câmbio e menos juros, o que era perfeitamente razoável, sublinho, se tivéssemos mais *superavit* primário.

E, para atender esse povo, a ideia que volta e meia aparecia era a de aumentar o “coeficiente angular” da banda, ou seja, ao invés de desvalorizar 8% ao ano, desvalorizar 15% ao ano. Era o conceito de gradualismo não gradual. O problema com essa solução era que ela produzia um desequilíbrio na relação de arbitragem de juros e câmbio, levando à necessidade de elevar os juros, para evitar uma arbitragem pesada contra nós. Simples assim. Juros externos somados à maior desvalorização cambial implica em necessidade de juros internos mais elevados, ou então íamos sangrar todos os dias. Se a taxa de juros nos Estados Unidos estava em 5%, somados aos 8% da desvalorização cambial, a taxa de juros doméstica tinha que estar um pouco acima de 13% devido aos custos de transação. Elevando-se a desvalorização para 15%, a taxa interna deveria aumentar para mais de 20%.

Esse tipo de discussão emergiu com maior intensidade em 1998 quando estávamos conversando com o FMI. Diante da proposta de acelerar as desvalorizações, questionei se estavam preparados para um juro maior, que levaria a um custo fiscal mais alto e desorganizaria as contas. E, novamente, não tinham resposta para isso. A política econômica no mundo real é como um cobertor curto: se puxa para cobrir a cabeça, descobre os pés. Sempre se está operando em condições em que não se pode ter tudo ao mesmo tempo. Então, sublinho que, até a crise da Rússia, ou seja, maio, junho, julho de 1998, minha vida era comprar câmbio para evitar que a taxa caísse, sem falar em IOF, como forma de controle dos capitais que ingressavam. Todos os mecanismos de tributação via IOF que o PT aplicou depois foram construídos em meu período. A aplicação do IOF sobre modalidades de capital que ingressavam foi iniciada em 1993. Lembro-me de elaborar o decreto, que se transformou em portaria, para a definição de certas alíquotas do IOF sobre operações de câmbio. Foi interessante,

depois, ver o PT ressuscitar todos esses instrumentos por volta de 2005-2007, quando se repetiu a conjuntura de abundância de divisas e a taxa de câmbio real havia atingido o mesmo patamar que havia alcançado no meu período. Foi interessante ver que o governo do PT estava vivendo o mesmo problema que eu tive, de excesso de entradas e apreciação cambial, e tentava as mesmas coisas: comprar dólar, acumular reservas internacionais, aplicar IOF para restringir a entrada de capital, exatamente o que havíamos feito.

*A crise da Rússia, no segundo semestre de 1998, veio conjuntamente com o Long Term Capital Management (LTCM).<sup>50</sup>*

Sim. A crise da Ásia foi um inverno pequeno, fácil de atravessar. Quando a crise da Rússia despontou, houve a sensação de que seria um inverno mais intenso. Na verdade, o LTCM foi muito mais importante. A dimensão dessa crise foi talvez quatro ou cinco vezes maior em termos não apenas de pressão cambial, mas de volumes que tivemos que empregar diante do ataque especulativo que ocorreu na crise da Rússia. E esta foi bem maior que a da Ásia. Se observarmos as estatísticas do prêmio de risco-soberano que, na ocasião, era medido pelo *Emerging Markets Bond Index* (Embi), uma espécie de média ponderada dos *spreads* dos títulos de dívida externa brasileira, vemos que, durante a crise na Ásia, os títulos brasileiros atingiram 500 pontos de *spread*; já durante a crise da Rússia, chegou a 1.700.

Durante a crise da Rússia, houve também outro tipo de ataque especulativo que aconteceu via títulos brasileiros no exterior. Por exemplo, o *Deutsche Bank* vendia títulos da dívida externa brasileira a descoberto. Isso significa que ele vendia um título da dívida brasileira que não tinha em carteira, exercendo pressão para baixar o preço, que equivale a elevar os juros do papel, algo que se transmite também para dentro de casa [da economia brasileira] na forma de pressão cambial. Ele fazia isso a descoberto [sem ter a posse dos títulos]. Era um *shortselling*. Assim, de que adianta ter pouca dívida externa e estar com o balanço de pagamento em ordem, se um banco grande,

---

50 Empresa administradora de fundos de *hedge*, fundada por John W. Meriwether e cujo conselho era integrado por dois recebedores do Prêmio Nobel de Economia, Myron S. Scholes e Robert C. Merton. A LTCM colapsou em 1998, sendo preciso a intervenção do *Federal Reserve*.

como o *Deutsche*, vende seu papel de dívida externa a descoberto? Está errado, mas não há a quem reclamar, porque não existe um regulador internacional nesses assuntos. Na verdade, há um acordo internacional na operação de mercados financeiros, estabelecido por uma entidade chamada *International Swap and Derivatives Association* (Isda), onde há um procedimento pelo qual se pode exigir a entrega do papel. Prevendo que esse tipo de atuação pudesse vir a acontecer, aprendemos a operar nesse setor e, quando o *Deutsche* e outros bancos começaram a fazer esse movimento, os bancos brasileiros nos informaram. Avisaram, às vezes, nos seguintes termos: “Nos venderam um papel a descoberto, um *global* brasileiro qualquer, e eu quero o *delivery* [a entrega]”. Se a instituição se recusasse a entregar, a única ferramenta para forçá-lo era o acordo da Isda, um procedimento mais complicado, mas que funcionava como uma ameaça plausível. Ao ser ameaçado, o *Deutsche Bank* respondia ao banco brasileiro – que podia até ser um banco de menor porte – que iria tirar suas linhas de crédito [não forneceria mais crédito ao reclamante]. O banco então engolia em seco e vinha perguntar ao Banco Central se iríamos entrar nessa disputa. E nós entramos. O que aconteceu na primeira vez foi muito curioso. Sem saber que éramos nós a negociar, o *Deutsche Bank* nos propôs entregar papéis com as mesmas condições do papel brasileiro, mas emitido pelo *Deutsche Bank*, que tinha uma classificação de risco melhor que a da República. O *Deutsche* era AAA, e o Brasil nem grau de investimento era. Sendo assim, ao oferecer os papéis dele com as mesmas taxas do papel brasileiro, mas emitidos por uma entidade AAA, era lógico que a entidade pedindo a entrega ficasse satisfeita. No entanto, refletindo sobre o mecanismo, era fácil perceber que era o equivalente a um banco alemão emitir dívida externa brasileira. E isso está errado, é um absurdo, mas o mundo financeiro é cheio dessas coisas. Era uma guerra.

Em meio a essa confusão, por volta de outubro de 1998, ocorreu uma reunião de emergência em Basileia que foi histórica.<sup>51</sup> Nessa reunião, em uma mesa redonda enorme, estavam [Alan] Greenspan, presidente

---

51 Basileia é a sede do Banco de Compensações Internacionais (*Bank of International Settlements* – BIS), que é o banco central dos bancos centrais e organiza reuniões regulares e extraordinárias entre seus membros.

do Fed, [Willem Frederik] Duisenberg, presidente do Banco Central Europeu (BCE), todos os bancos centrais importantes do mundo – do G10 –, o FMI e o Banco Mundial. Sentamos para conversar e logo afirmaram que o tema não teria nada a ver com a Rússia, que o assunto em pauta era o LTCM. Falaram Greenspan e [William Joseph] McDonough, representante da jurisdição regulatória do LTCM que era o Fed de Nova Iorque. Ele apresentou o tamanho da alavancagem do fundo e todos ficaram boquiabertos. A operação para salvá-lo era gigante e impactaria todos. A exposição de algumas grandes casas em *Wall Street* seria mortal. Um exemplo era o Merrill Lynch que, dias antes, havia realizado uma espécie de *clean-up* de tudo que, tinha no Brasil. Juntou, raspou o caixa e remeteu para a matriz. Não era um ataque à moeda brasileira, ele estava quebrando e precisava fazer caixa. Outras casas também estavam em perigo, situação que levava todos a usarem a integralidade dos recursos disponíveis.

*Nessa confusão, o UBS, na Suíça, e o Morgan Stanley também estavam envolvidos?*

Sim, e outros, inclusive na Europa. Mas os norte-americanos eram os que estavam mais envolvidos, porque o LTCM era uma operação mais norte-americana do que europeia. Casas como Merrill Lynch, *Salomon Brothers*, *CitiBank*, estavam envolvidas. Então, tem início uma conversa sobre derivativos, que era o assunto novo e mais perturbador. Até então, não achávamos que o valor nocional das operações era importante, atentávamos mais para a variação; mas, se o mercado estoura, e as operações precisam ser liquidadas de maneira forçada, sem o chamado “neteio” (liquidação pela posição líquida), o problema pode ser muito sério, seguramente dentro do que depois passou a ser designado como “sistêmico”. Além disso, os investidores tinham derivativos de balcão, que são aqueles criados e negociados fora de mercado organizado, e só existem dentro do balanço da entidade que os criou. Todos ficaram assustados. Não se sabia o tamanho disso.

Lembro-me de apresentar a situação no Brasil por cinco minutos nessa reunião, quando perguntado sobre os desenvolvimentos recentes. Esclareci que não tínhamos feito o dever de casa fiscal, e no

meio de uma eleição cogitávamos fazer um acordo com o FMI para segurar a situação em que estávamos e que poderíamos sustentá-la por um bom tempo até que passasse essa confusão, que claramente não tinha que ver conosco. Depois da crise, avaliáramos o que fazer. Também expliquei que operávamos derivativos liquidados em moeda local. Todos compreenderam, havia casos semelhantes na Ásia que todos conheciam. Na sequência, perguntaram ao representante do México, o [Guillermo] Ortiz, como estava a situação do país. Ele, por sua vez, explicou o que estavam fazendo e que estava tudo tranquilo. Só havia nós dois de bancos centrais de países emergentes na reunião, além de presidentes de grandes bancos privados, nenhum dos quais com problemas. Isso é comum em reuniões que envolvem bancos privados, nunca estão presentes aqueles que são objeto de preocupação. Contudo, a reunião acabou sendo reveladora. Ao ligar para o presidente após o encontro, deixei claro que o que estava acontecendo não resultava dos problemas da Rússia, era algo muito mais sério. Deveríamos nos preparar. Para a percepção dos presentes nessa reunião, a ideia do acordo com o FMI parecia ótima, pois essa era uma forma de o Brasil se acautelar e se isolar das questões associadas a LTCM. Essa decisão foi importante também, porque o presidente mostrava que a questão do relacionamento com o FMI era um falso fantasma. Estava no meio de uma eleição, mas aumentar a taxa de juros e fazer um acordo com o FMI eram decisões importantes e corretas para o país. Deve-se tratar a crise do modo como ela tem que ser tratada, sem disfarçar coisa alguma. E foi o que ele fez. Fez e ganhou a eleição.

*Nesse momento, o senhor já percebia que a âncora cambial estava próxima do seu fim?*

Sim, mesmo porque não era mais necessária. Havíamos alcançado a inflação zero, ou seja, tínhamos uma taxa de inflação igual à dos Estados Unidos. Agora, a prioridade se deslocava naturalmente na direção de ajustar o balanço de pagamentos. Era uma pena que essa mudança de prioridade tinha que acontecer em um momento de tensão tanto financeira, quanto política. Um inverno estava começando e não sabíamos ao certo sua direção, nem sua duração.

Minha inclinação era a de superar o ataque, o que, efetivamente, havíamos feito e, quando tivéssemos o primeiro período de alívio, permitir a flutuação da taxa de câmbio. Até porque, ao liberar a flutuação depois de superado o ataque, a taxa de câmbio não deveria disparar. Possivelmente teríamos que elevar a taxa de juros para que a transição se desse com relativa calma. Eu já havia feito outras transições no passado – da banda cambial, do leilão do *spread*, da crise da Ásia, da crise da Rússia – então tinha bem organizado em minha mente o que deveríamos fazer. Lembro-me bem de, no dia 30 de novembro de 1998, ter ligado para o presidente para avisar que, na virada do mês, quando os derivativos da BM&F venceriam, as posições compradas tinham sido zeradas. Era uma indicação poderosa de que tínhamos vencido a guerra, não havia mais pressão. Muito feliz, falei que, embora o contexto ainda estivesse tumultuado devido à eleição e à desorganização política, no Banco Central estava tudo tranquilo. Vencer a guerra pode ter interferido na decisão dele, que veio logo depois, de mudar a direção do Banco. Boas notícias às vezes podem trazer as piores consequências.

*Logo após a crise ter sido superada, o governador de Minas Gerais, Itamar Franco, declarou moratória da dívida de seu estado para com a União.<sup>52</sup> A impressão que se tem, pelos livros, é que havia muito ressentimento por parte do governador com relação ao presidente Fernando Henrique e que esse movimento seria uma espécie de boicote. Como se deu essa decisão? Por que ocorreu naquele momento?*

Na falta de expressão melhor, pode-se dizer que se tratava de uma malcriação inconsequente, porque o Tesouro tinha os instrumentos para reter a receita própria do estado, a menos que ele impedisse a entrada dos oficiais de Justiça nos bancos ou algo assim, o que seria juridicamente impraticável. A declaração de moratória era uma tolice. Tinha um efeito pirotécnico, político, e o presidente preferiu não confrontar, procurou conversar. Em retrospecto, a declaração foi realizada no início do segundo mandato do presidente e certos rearranjos políticos tendem a acontecer. Eu, que vinha desde 1993,

---

52 Em fevereiro de 1999, com a declaração de moratória do então governador de Minas Gerais Itamar Franco, houve o temor generalizado de que outros governadores pudessem fazer o mesmo, criando-se, assim, dificuldades para o Tesouro.

senti que o momento da reeleição era, de fato, muito mais difícil do que parecia, porque existe uma fadiga de quem já está no governo e na liderança. Havia também no presidente Fernando Henrique um desejo de liderar um caminho novo. Ele havia conversado com Pedro Malan, e depois comigo, e disse que queria ter uma postura menos defensiva na economia e mais pró-crescimento no segundo mandato. Na minha leitura e na do Pedro, isso significava que desejava trocar o time, dar uma nova orientação na política econômica. Sem problemas. Ele era o presidente. Mas não é sempre que os presidentes têm essa liberdade.

Ele já havia manifestado essa intenção antes dos problemas da Rússia. Mas, com a eclosão da crise, era como se tivesse perdido a janela de oportunidade. Enfrentar uma crise, tomar medidas duras, promover sacrifícios, é sempre muito difícil politicamente, sempre. Banco Central elevando a taxa de juros, realizando-se acordo com o Fundo, crise, enfim. Ele não ganhou a eleição por causa da percepção de que haveria mais crescimento, mas porque era o presidente que sabia lidar com as crises, que tinha os elementos, a coragem, os instrumentos, era aquele que sabia navegar nesse mundo globalizado tão complexo. O aprendizado que o Brasil teve de 1993 até aquele momento havia sido brutal. As crises globais que afetaram todos os países, os problemas no México, tsunami na Tailândia, a crise da Rússia, o LTCM eram uma novidade, que, afastada a névoa da inflação e em um Brasil um pouco mais aberto, começou a fazer parte do cotidiano. Quem entendia como tratar com esses eventos e problemas éramos nós, que havíamos trazido o barco até aquele ponto. Mas havia uma pressão muito grande dentro do governo para trocar a equipe. Não era só o desejo do presidente, era uma articulação política maior que se materializa, precisamente, quando avisamos ao presidente que ganhamos a guerra. Ocorre, então, o movimento do Chico Lopes, então diretor de Política Econômica e de Política Monetária do Banco Central, que procurou o presidente oferecendo uma solução diferente para a combinação juro-câmbio. O presidente me chamou para conversar em dezembro, logo em seguida. Nesse momento, teve início toda a confusão da minha saída da presidência do Banco Central.

Em retrospecto, percebo que o movimento do diretor Francisco Lopes era parte de algo maior; que a confusão gerada pela banda diagonal endógena e o fracasso da gestão daqueles dias fizeram com que os padrinhos políticos desse movimento se encolhessem e ficassem na penumbra. O desejo, na época, era que o Chico assumisse o Banco Central e que a área econômica fosse recomposta de uma maneira diferente, mais pró-crescimento, inclusive com a saída de Pedro Malan do Ministério da Fazenda.

*Quem eram os padrinhos políticos a quem o senhor se refere?*

Essa é uma pergunta difícil de responder. Aqueles que discordavam da política cambial e monetária são bem conhecidos, estão nos jornais. Entretanto, quando vi pela primeira vez, já demissionário, o plano da banda diagonal endógena, estava claro, à luz da minha experiência nesse assunto – que não é pequena –, que não teria a menor chance de dar certo. Chegaram a argumentar que outras pessoas que entendiam do assunto consideravam o plano bom e mencionaram os nomes dos que apoiavam a ideia, mas nenhum deles era, de fato, *expert* no assunto. Não daria certo, podiam anotar.

## A nova política

*O senhor conseguiria, resumidamente explicar o que era a banda diagonal endógena, a ideia que o Chico Lopes levou para o Banco Central?*

Não sei bem se consigo explicar. Tratava-se de um mecanismo cujo *bottom line*, para o presidente, era que se poderia migrar para um sistema de flutuação controlada, dentro de uma banda que se movesse, relativamente sozinha e, com isso, não seria preciso aumentar os juros. Uma regra um tanto exótica, que incorporava um mecanismo pelo qual, conforme a taxa de câmbio atingisse o limite superior da banda, esse teto ia sendo empurrado para cima. Por isso o termo endógeno. Mas havia vários problemas técnicos complexos com a proposta. Tanto que sobreviveu apenas 24 horas. Já no segundo dia, colapsou, provocando uma espécie de corrida contra o real e, com

ela, uma desvalorização com *overshooting*, que é como denominamos quando a desvalorização vai além do necessário, considerando-se os fundamentos. Ao final, aconteceu exatamente o que se queria evitar.

Penso que faltou sensibilidade na operação dos mercados de câmbio. A magnitude do fracasso do mecanismo acabou por impactar todos os planos, e a trajetória foi piorando. Quando uma autoridade monetária toma uma decisão infeliz como essa, gera uma consequência perversa para as instituições que operaram acreditando na lógica da sua atuação e que respondem de forma consistente. Elas são apanhadas no contrapé, como foi o caso de bancos que estavam, junto com o Banco Central, acreditando que a política cambial seria mantida. A exemplo do Marka e do FonteCindam que quebraram após a medida. E, como se sabe, quando as coisas dão errado no mercado financeiro, elas dão errado “alavancadamente”. Então, um pequeno erro gera um grande problema, como a quebra de bancos. Para tratar esse problema não era necessário fazer um novo Proer, pois era uma situação diferente, ficariam em *default* na BM&F. Esse *default* seria transmitido para todos os credores na BM&F. A estrutura de uma bolsa de derivativos é tal que a contraparte de uma operação é sempre a bolsa, tanto para quem compra, quanto para quem vende. Então, se há uma inadimplência do lado da compra – alguém comprou e não tem dinheiro para pagar – a bolsa deverá ratear o *default* entre o conjunto dos vendedores, todos sentirão o efeito da inadimplência. Há, então, um risco sistêmico. A bolsa é um pouco como o coração do sistema: se bombeia veneno junto com o sangue, ela vai distribuir para o sistema inteiro aquela dose de veneno. O problema de ter poucas instituições do lado da compra é não saber o tamanho das contrapartes. O Banco Central não podia deixar haver *default* em uma bolsa de derivativos. Tratava-se de muito dinheiro, muita alavancagem e os efeitos seriam muito extremos. Então, fizeram um tipo de encerramento da posição dos bancos que foi muito contestado, a meu juízo, de forma totalmente injusta. O Banco Central fez o que tinha que ser feito. O evento foi posteriormente judicializado e a percepção dos juízes e mesmo do Tribunal de Contas da União (TCU), ao se debruçarem sobre o ocorrido, em meio a uma atmosfera política muito negativa, foi de que o Banco Central

havia sido benevolente com os bancos. Eu acho que não foi. Posso compreender a divergência e a polêmica, contudo, considero que a solução técnica foi adequada diante de um risco que não se conhecia. Depois dos adventos da crise financeira global de 2008, todo mundo passou a respeitar mais o Proer e a perceber que “deixar quebrar” uma instituição financeira não é a solução.

*O argumento político de falar que o Banco Central é benevolente com os bancos é muito sedutor.*

Pois é. O fato é que essa história se tornou um problema e criou-se uma CPI, uma confusão política. Não fui convocado para depor. O grande evento era a convocação do Chico Lopes, que cometeu mais um equívoco ao se recusar a responder às perguntas. Posso estar enganado, mas não me lembro, antes desse episódio, de nenhuma autoridade econômica que tenha invocado seu direito constitucional de não falar. Hoje é muito comum, infelizmente, mas entre políticos ou pessoas comuns trazidas para CPIs em regime de condução coercitiva. O Chico era o presidente do Banco Central em exercício. A meu juízo, é inconcebível não responder a uma pergunta de um parlamentar numa sessão pública de uma comissão do Senado. Quando ele fez isso, ainda que protegido por um dispositivo constitucional, a senadora Heloísa Helena, se não me engano, deu voz de prisão a ele. Assisti pela televisão ao presidente do Banco Central ser preso, ao vivo, em cadeia nacional. Depois foi solto, foi um ato teatral, mas, do ponto de vista da credibilidade da instituição, e da pessoa, foi um desastre. Esse evento obviamente acabou afetando o julgamento que se fez da atuação do Banco Central no caso Marka-FonteCindam, agravado pela fuga rocambolesca de [Salvatore Alberto] Cacciola.<sup>53</sup> Foi uma declaração de culpa terrível e criou enfim uma situação lamentável. O Chico acabou sendo exonerado sem ser sequer nomeado presidente do Banco Central, embora tenha passado na sabatina no Senado.

Para fazer uma transição rápida na presidência do Banco Central, sobretudo quando é um dos diretores que vai assumir o cargo, basta

---

53 Foi diretor do Banco Marka e, envolvido no escândalo de favorecimento do banco, fugiu para a Itália na ocasião.

que o presidente se ausente, por exemplo, ao tirar férias acumuladas, durante as quais o presidente da República pode designar um diretor como um presidente temporário. Não precisa haver interinidade, que é algo diferente, apenas a substituição que ocorre quando há, por exemplo, viagens ao exterior. Pois bem, o período de transição para o Chico Lopes foi meu período de férias. Eu nunca tinha tirado férias, aproveitei a oportunidade. Passei a presidência para o Chico – na condição de temporário – e ele passou por todo o processo de sabatina já na presidência. Quando houve a confusão, ele foi exonerado, e quem assumiu a presidência do Banco, temporariamente, foi Demosthenes [Madureira Pinho], que permaneceu até que o Arminio passasse por todas as etapas e fosse formalmente nomeado e empossado. Em março de 1999, quem fez a transmissão da presidência para o Arminio fui eu, retornando das férias. Foi uma novela todo esse período.

## Capítulo 6

### Economia e Literatura

*Recentemente, a presidente Dilma foi destituída. O senhor escreveu um texto brilhante sobre Shakespeare e o impeachment.<sup>54</sup> Gostariamos que o senhor nos contasse, rapidamente, sobre a peça que o inspirou a escrever o artigo e sua motivação para publicá-lo.*

A peça *Ricardo II* é a primeira de uma tetralogia. Shakespeare escreveu duas tetralogias históricas, ambas a propósito de diferentes reis. Esta primeira começa com *Ricardo II*; a segunda peça chama-se *Henrique IV Parte I*; em seguida, vem *Henrique IV Parte II*; e, por fim, a peça *Henrique V*. Uma sequência que cobre cerca de 80 anos de história e que se passa, cronologicamente, antes de sua tetralogia iniciada pela peça *Henrique VI Parte I*, seguida das partes II e III e finalizada com a peça *Ricardo III*, que era um vilão dos piores. Curiosamente, ele escreveu a tetralogia cronologicamente mais recente, ainda em sua juventude, antes de escrever a tetralogia sobre os eventos mais remotos, da qual faz parte *Ricardo II*, que só veio a redigir em sua vida adulta. De acordo com Barbara Heliodora [Guilhermina da Silveira],<sup>55</sup> ele escreveu essa primeira tetralogia quando já dominava amplamente a obra de Maquiavel, que ela encontrou no desenrolar dos enredos, em especial, na peça *Ricardo II*, que versa sobre destronamento. Um tema difícil de ser escrito, à época, face à situação da própria rainha Elizabeth, que reinava quando a obra foi escrita e encenada, em 1595. Tão sensível era esse tema, que a cena do destronamento foi retirada da peça. Shakespeare trata de uma abdicação forçada, mas, ainda assim, uma abdicação. A peça chegou a ser encenada dessa forma algumas vezes antes de sair de cartaz.

---

54 NEVES, José Roberto Castro e ALQUÉRES, José Luiz (orgs.). O impeachment: Ricardo II e Dilma Rousseff. Em: *O mundo é um palco – Shakespeare 400 anos: um olhar brasileiro*. Rio de Janeiro, 2016. Um artigo menor, *Shakespeare e o impeachment*, foi publicado em *O Estado de S. Paulo* e em *O Globo* em 24 de abril de 2016.

55 Barbara Heliodora Carneiro de Mendonça (1923-2015), crítica teatral e tradutora, foi uma das maiores conhecedoras da obra de William Shakespeare no Brasil.

Em 1601, o conde de Essex, que havia sido um dos favoritos da rainha, comandou uma espécie de conspiração para retirá-la do trono. Curiosamente, como parte do movimento, eles comissionaram a companhia de teatro do próprio Shakespeare para fazer, pela primeira vez, a encenação da peça *Ricardo II* na íntegra, incluindo a cena censurada. A peça foi possivelmente encenada pela primeira e única vez enquanto Elisabeth foi rainha. Resultado: após a encenação, foram todos presos – atores e, possivelmente, Shakespeare. Poderiam ter sido enforcados, punição dada aos conspiradores, mas conseguiram convecer as autoridades de que não faziam parte da conspiração, apenas receberam dinheiro para encenar a peça com a parte censurada. Um alívio, porque isso ocorreu na primeira metade da vida profissional do autor. Teríamos perdido inúmeras obras-primas da literatura como Hamlet e Rei Lear.

De acordo com relatos históricos, o verdadeiro Ricardo II abdicou do trono em 1399. Era um rei fraco, vaidoso, excessivamente lírico e ausente, e a narrativa de Shakespeare se desenrola em torno de uma espécie de autodissolução do rei que, por sua própria incompetência, por seus próprios erros, vai perdendo sua legitimidade. Em determinado momento crítico, seu próprio primo, Henrique de Bolinbroke, apresenta um pleito legítimo junto ao rei, mas que era uma espécie de desafio, pois Henrique era visivelmente mais capaz que o primo para ser rei. Ricardo II confisca as terras de Bolinbroke e o exila de forma arbitrária. A interpretação da peça, e da época, é que a posição de rei teria relação com um critério sucessório análogo ao que assegurava a Bolinbroke a posse daquele território. A família, a dinastia e a linhagem tinham vinculação com a terra e a sucessão na terra. Quando o rei confiscou as terras de Bolinbroke após a morte de seu pai, negou ao herdeiro os direitos sucessórios. A interpretação do mundo político foi que ao fazer isso, o rei destruía a própria lei que o tornara e o mantinha rei. Para a época, isso era um assunto muito subversivo, mesmo na vigência da doutrina do direito divino. Na peça, é muito interessante o quanto o rei se demonstra confiante na sua legitimidade divina, ou seja, uma espécie de miragem do que efetivamente conferia legitimidade a um soberano. Shakespeare habilmente contrasta, por um ângulo

maquiavélico, esse rei incapaz, que faz tudo errado, com o seu primo, que faz tudo certo. O rei vai perdendo legitimidade até que chega a um ponto em que, quando Bolinbroke vai pedir a ele que devolva as terras confiscadas, ao invés de fazer isso, o rei abdica do trono. É quase uma renúncia não solicitada.

Enfim, o que me encantou na peça – e a analogia que faço com o momento atual – é como esse rei, Ricardo II, se sente conformado com a sua deposição e mal reclama dela. No caso de Ricardo II, ele aparentemente gostava de se fazer de vítima de um golpe contra o seu direito divino, não dando a menor importância a sua incompetência e irresponsabilidade. Parecia sentir-se bem com a história de ter sido vítima de um golpe, em vez de reagir a isso. A analogia com a presidente Dilma é que ela parece mais confortável queixando-se do golpe do que, propriamente, respondendo objetivamente às acusações de incompetência e ilegalidade em tudo que fez de errado, que não foi pouca coisa. Por isso, pareceu tão interessante a comparação. Muitos que leram também notaram as semelhanças, sob o ângulo da pessoa. É uma história muito universal e, como muito do que Shakespeare escreveu, parece se encaixar repetidamente nos enredos da política, que não são tão diferentes uns dos outros.

*O senhor tem um gosto por literatura que é muito marcante. Escreveu um livro sobre Shakespeare e a economia,<sup>56</sup> sobre a economia em Fernando Pessoa,<sup>57</sup> em Machado de Assis<sup>58</sup> e no Fausto, de [Johann Wolfgang] Goethe.<sup>59</sup> Se tivesse de escolher um desses autores para ilustrar processos econômicos ou comportamentos econômicos racionais do indivíduo, qual deles escolheria?*

Não dá para escolher, porque cada deles trata o comportamento econômico sob um ângulo diferente. Em Machado de Assis, na coleção de crônicas que editei encontra-se um quadro do patrimonialismo e do rentismo brasileiro. Ele apresenta isso por meio de um personagem

---

56 FRANCO, Gustavo e FARNAM, Henry W. *Shakespeare e a economia*. Rido de Janeiro: Jorge Zahar, 2009.

57 FRANCO, Gustavo (org.). *A economia em Pessoa: ensaios empresariais do poeta*. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2007.

58 FRANCO, Gustavo (org.) *A economia em Machado de Assis: o olhar oblíquo do acionista*. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2007.

59 BINSWANGER, Hans Christoph. *Dinheiro e magia: uma crítica da economia moderna à luz de Fausto de Goethe*. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2011.

recorrente em suas crônicas: o acionista. O acionista é o sujeito que quer receber sem trabalhar, quer receber os dividendos da companhia da qual é sócio sem querer saber o que acontece lá dentro. Uma postura meio moleque, comum na alma brasileira, de querer um favor do Estado sem pagar por ele, sem merecer. Enfim, é o jeito do brasileiro ser que Machado capturou nesse personagem e que continua maravilhosamente atual.

Com o acionista, em si, não deve haver mais de uma meia dúzia de crônicas, o que não seria suficiente para fazer um livro. Quando comecei a pesquisa sobre Machado, o primeiro roteiro envolvia procurar os grandes eventos de economia do período em que escreveu, de meados do século XIX até os primeiros anos do século XX, e sobre os quais comentou em suas crônicas semanais. Como ele abordava todos os temas, bastava olhar no calendário quando aconteceram os grandes eventos da economia e ver o que Machado de Assis escrevera sobre eles. Durante a pesquisa, apareceram coisas maravilhosas, entre elas o acionista. Foi preciso agregar diferentes fontes, já que ele escreveu em diferentes jornais ao longo do tempo, e também fazer um trabalho de detetive porque ele falava de muitas coisas, misturava assuntos, voltava no tempo. Ele tratou muito do Banco do Brasil, por exemplo, de situações que envolviam companhias e acionistas. Precisava juntar todas essas informações, descobrir quem eram as personagens, colocar em ordem cronológica. Fiquei felicíssimo com o resultado, não imaginava que fosse encontrar algo tão valioso. Machado de Assis é um autor tão estudado, não pensei que ainda houvesse alguma coisa a descobrir.

Fernando Pessoa, por sua vez, é bastante mais direto e evangélico quanto aos princípios de economia liberal. Durante dois anos, editou uma revista, junto com o cunhado, que era contador, que se chamava *Revista de Economia e Contabilidade*. Escreveu diversos artigos para essa revista, e meu livro é uma coletânea desses artigos, organizados por temática. É ótimo vê-lo tratando de questões como privatização, globalização – temas muito atuais. São assuntos econômicos tratados por um poeta, e bem, não de forma amalucada como Ezra [Westson Loomis] Pound. Ao contrário, sabia tudo o que tinha que saber, mesmo sem uma educação formal em economia.

Poucos sabem que Goethe escreveu *O Fausto* em etapas, ao longo de sua vida. A segunda parte, em especial, escrita em sua maturidade, permitiu que publicassem apenas depois de sua morte. Nessa parte, o autor faz o que seria a transposição do mesmo enredo entre o sábio e o demônio – em que o sábio vende sua alma em troca da sabedoria suprema –, para o plano social. A primeira cena é, curiosamente, o nascimento do papel-moeda, na qual o demônio, falando por meio do astrólogo do rei, ensina ao rei como é que se faz para emitir moeda. O simbolismo ali é que o rei não precisava mais de alquimistas para transformar chumbo em ouro, bastava um pedaço de papel assinado por ele. Uma ideia demoníaca que, no entanto, se tornou uma grande inovação, e que é como as coisas funcionam hoje. Goethe estava escrevendo no começo do século XIX, tendo como pano de fundo as experiências dos *assignat* da Revolução Francesa – que estavam ali, frescos na memória das pessoas – e de John Law – que viveu na França mais de cem anos antes. Goethe entendeu, totalmente, o quanto era revolucionária a ideia de papel-moeda. Enquanto pesquisava sobre Goethe, encontrei um livro escrito por um professor suíço-alemão, Hans Binswanger, que examina o texto do *Fausto II*. O que fiz foi pedir para alguém traduzir o livro – *Dinheiro e magia* – e redigi o prefácio e um ensaio final sobre a relevância dos assuntos discutidos ali para o Brasil. Uma obra importante para quem quiser compreender a natureza da moeda, especialmente no Brasil.

Sobre o livro a respeito de Shakespeare, em minhas pesquisas para escrevê-lo, encontrei um volume sobre economia em um texto shakespeariano publicado em 1931 por um professor de Yale chamado Henry Farnam. O livro já era de domínio público, o que me permitiu fazer algo curioso, que foi escrever metade do livro sobre a economia em torno de Shakespeare e publicar junto com o texto do Farnam, que encontra o que há de economia dentro das peças. O que fiz foi um ensaio histórico e historicista, colocando o contexto, o que se sabe sobre o homem, suas atividades empresariais em torno do teatro e o modo como isso afetou a obra de Shakespeare em seu conjunto. O conjunto das duas partes ficou muito interessante, mas é como se fosse mais um ensaio de um historiador observando Shakespeare por fora com uma ou outra citação ao texto. Pretendo lançar uma segunda edição desse livro, sem o texto do Farnam, fazendo minhas

próprias análises de temas de economia no texto shakespeariano. Temas como dinheiro, usura e crédito, que são muito presentes e discutidos nas peças, mas que foram pouco abordados por Farnam.

*Sua preocupação com a história tem sido um tema recorrente em nossa conversa. De onde vem tanto gosto pela literatura e pela história?*

Minha profissão era a de historiador econômica, definida, talvez, por minha dissertação de mestrado, que aborda o tema, e também por minha tese de doutorado. A conexão entre história e literatura é mais próxima do que as conexões entre história e outros ramos da economia. E as pessoas gostam de literatura sem nenhuma razão específica. Eu gosto e tenho um espectro de preferências muito amplo, não tenho um autor predileto. Claro que entre os favoritos estão esses que mencionamos anteriormente. Não é minha ocupação principal, a minha profissão é economia, mas minhas horas vagas são muito disputadas, vamos dizer assim, por esse tema.

*Se o senhor tivesse que escolher um ou dois escritores contemporâneos para refletir sobre temas econômicos em seus textos, algum vem a sua mente?*

Para refletir sobre temas econômicos, não me ocorre ninguém em especial. Mas, desses que mencionei, aquele cuja atualidade é constantemente renovada de uma forma impressionante é Shakespeare. Completaram-se, recentemente, quatrocentos anos de sua morte, e houve festejos ao redor do mundo, inclusive em países que não são de língua inglesa. Mesmo passado tanto tempo, é impressionante, como suas releituras continuam atuais nos mais variados contextos e culturas. Das obras que estudei para meus livros, as suas foram as que se revelaram mais ricas, mais profundas. Você nunca esgota seu conteúdo. Nenhum deles, é claro, você esgota, mas Shakespeare me pareceu aquele que, quanto mais se cava, mais se descobre. Por isso, Harold Bloom utilizou a expressão “escritura secular” para se referir à obra de Shakespeare, ou seja, tem algo em comum com a própria Bíblia, porque também é uma coleção de narrativas onde estão retratados todos os sentimentos humanos. Shakespeare criou 987 personagens em suas 38 peças. Em matéria de política, tal como de amor, todas as situações catalogáveis estão ali. Por isso a expressão de Bloom. Samuel Johnson também

tem uma expressão interessante para esta universalidade da obra: é a “progênie da humanidade”. Tudo está ali e, por isso, para tudo de novo que acontece, pode-se buscar na obra e encontrar as lições. Os temas não apenas estão presentes, como são apresentados com beleza e lirismo, e sempre impressionantemente atuais.

## Capítulo 7

### O Momento Atual

*Após os acontecimentos recentes, mais uma vez um vice-presidente assume o governo. Hoje, é Michel [Miguel Elias] Temer [Lulia]; na década de 1990, foi Itamar Franco. O senhor vê algum paralelo entre os dois momentos?*

É difícil enxergar as lições mais importantes dos acontecimentos recentes agora, no calor dos eventos. Mas o paralelo é muito rico, e acredito que haja uma terceira comparação possível, também muito importante, que é a de José Sarney. Dois vice-presidentes assumem em condições de legitimidade discutível. Para começar, acredito que Sarney tivesse um problema de legitimidade muito maior, o que é curioso, já que Itamar assumiu após um processo de *impeachment*. Mas o processo de *impeachment* do Collor – que foi interrompido pela renúncia do presidente – foi uma unanimidade nacional, o que possibilitava ao Itamar não ter que provar nada a ninguém, ele era o legítimo sucessor de um presidente que caiu por razões que não tinham nenhuma ligação com ele.

Apesar de ter iniciado minha participação no governo já na gestão do quarto ministro da Fazenda do Itamar, não senti, em nenhum momento, que ele tivesse problemas de legitimidade ou necessidade de provar alguma coisa, diferente do Sarney. Sarney assume a partir de uma enorme decepção, que foi a morte do Tancredo [de Almeida] Neves. Ele já veio para a chapa presidencial tarde, é importante lembrar, vindo de um partido dissidente, da Arena [Aliança Renovadora Nacional], quase como uma troca política muito mais cerimonial do que efetiva. Ninguém conceberia que o primeiro presidente da República da nova democracia fosse José Sarney. Para qualquer um dos envolvidos naquela eleição e na luta pela redemocratização, se fosse pedido que apontassem um presidente, o nome José Sarney jamais apareceria. Quis o destino que ele fosse o vice, ao invés de outros nomes

vindos do PP,<sup>60</sup> que era aliado ao PMDB [Partido do Movimento Democrático Brasileiro], que ganhou a eleição indireta lá no Congresso. Ganhou do Maluf. O fato é que, ao invés de Tancredo, tivemos Sarney.

O Michel Temer assume um país bem mais dividido do que aquele que Itamar assumiu. Sua situação se aproxima mais daquela do Sarney. Ele terá que enfrentar uma oposição organizada de uma forma que o governo Itamar não enfrentou. Quem era oposição ao governo Itamar? O perigo da administração Sarney, e o fantasma que pode retornar agora, é o enorme consenso que o Sarney conseguiu reunir em torno de si para fazer a coisa errada. Ou seja, a falta de legitimidade política de Sarney está na raiz do descontrole fiscal, do desastre fiscal que foi a Nova República. Estávamos, talvez, tão felizes e distraídos com a redemocratização que não nos apercebemos do fato de que o equilíbrio fiscal foi completamente esquecido e abandonado, todos só estavam preocupados com os direitos, e a nova Constituição surge nesse clima. O fato é que, em números frios, o governo Sarney inicia com uma taxa de inflação de 150% ao ano, mais ou menos, e termina com 82% ao mês. Como conseguiu produzir isso em cinco anos é um mistério, especialmente se lembrarmos que, no meio do caminho, promoveu três congelamentos: no Plano Cruzado, no Bresser e no Verão. Ou seja, por três vezes, tentou-se conter a inflação descontrolada e alcançamos o índice de mais de 50% ao mês, que é o limiar convencional da hiperinflação, em dezembro de 1989, logo após o segundo turno das eleições presidenciais entre Collor e Lula. O Collor assume em março, de modo que tivemos quatro meses de inflação acima de 50%. Imagine o que foi o segundo turno da primeira eleição presidencial direta, em um ambiente econômico absolutamente destrambelhado. Foi uma eleição que ocorreu em um ambiente de absoluta excepcionalidade e, mesmo assim, não enxergamos a Nova República como um fracasso. Pode não ter sido um fracasso político, mas, do ponto de vista econômico, foi uma tragédia, e seu legado foi a hiperinflação.<sup>61</sup>

---

60 Partido Popular (PP), criado por Tancredo Neves em 1980.

61 De acordo com o IPCA, mensurado pelo IBGE, as taxas de inflação mês a mês de junho de 1989 a junho de 1990 foram: 28,65%, 27,74%, 33,71%, 37,56%, 39,77%, 47,82%, 51,50%, 67,55%, 75,73%, 82,39%, 15,52%, 7,59% e 11,75%.

Muito bem, esse é o fantasma que nos assombra agora, porque é o que vai acontecer se o presidente Michel Temer assumir com uma cabeça política daquela época, de querer agradar a todo mundo, de, para suprir sua falta de legitimidade política, real ou imaginada, adotar medidas populistas e irresponsáveis. Os políticos sempre acham que têm um benefício político de curto prazo e um custo econômico que preferem ignorar. Não acredito que vá seguir esse caminho, mas é um desafio que teremos que enfrentar. Na verdade, esse é o pesadelo que devemos evitar a qualquer custo.

*Como o senhor vê esse governo que se inicia em 31 de agosto de 2016? Percebe alguma guinada na economia, algum esforço por organizá-la?*

É possível que, daqui a muitos anos, quando nos debruçarmos sobre o que acabou de acontecer, muitos já tenham teorias maduras sobre a guinada que está ocorrendo. Há muito mais em jogo do que guinadas para a direita ou para a esquerda, e é difícil enxergar as lições mais importantes do episódio no calor dos eventos. Tal como ocorreu com o Ricardo II, trata-se muito mais da decadência e suicídio do projeto político liderado pela presidente Dilma Rousseff do que, propriamente, da ascensão de um herói. Nesse aspecto, a história se parece muito com Ricardo II, pois Michel Temer é um sujeito passivo diante do fracasso do PT [Partido dos Trabalhadores] e emerge com níveis de aprovação popular semelhantes aos dela, ou seja, muito baixos. Ninguém o conhece, ninguém sabe quem foi, o que faz, o que pensa. Durante esses anos em que foi vice-presidente da República, sua participação política foi praticamente nenhuma. É um personagem que está sendo descoberto agora. A única coisa que se sabe, com certeza, é que foi presidente da Câmara durante três ocasiões e que, portanto, é um político de muita experiência, no bom e no mau sentido. É professor de Direito Constitucional e, por isso, uma pessoa articulada, o que já é uma grande diferença em relação à presidente Dilma, que tinha dificuldades em se expressar, para dizer o mínimo. É tudo o que sabemos no momento em que se inicia essa experiência.

Enquanto conversamos, a única informação que se tem sobre os rumos da economia, é que ocorreu a troca da equipe e que trouxe para os postos-chaves da área econômica pessoas de reconhecida experiência,

como Henrique [de Campos] Meirelles para o Ministério da Fazenda, Pedro [Pullen] Parente para a Petrobras, Ilan Goldfajn para o Banco Central e Maria Sílvia [Bastos] Marques para o BNDES.

A escolha de Meireles não foi ideológica, e vale lembrar que ele foi presidente do Banco Central durante o governo Lula e foi cogitado para ocupar a Fazenda durante a presidência de Dilma Rousseff. Ele traz, para compor sua equipe, especialistas em contas públicas de excelente reputação e trabalho reconhecido e, desde logo, deixa claro que existe um problema fiscal e de dívida pública muito maior do que era possível ver. Nesse sentido, as primeiras manifestações do novo ministro da Fazenda são consistentes, inclusive, com os debates sobre o próprio *impeachment*, que fizeram com que a população assistisse com atenção ao debate sobre o que é uma “pedalada”, e sobre o que era ilegal ou não naquele assunto. A nova equipe trará, seguramente, muito mais luz a esse debate porque, a cada dia, há novas revelações sobre o estado precário das contas públicas. Inclusive, será importante para o novo presidente e para essa equipe deixar claro, na partida, que tipo de legado estão recebendo. Será importante promover uma espécie de acerto de contas com o passado, após o qual deverão começar as iniciativas corretivas. Muitas delas vão precisar de apoio do Congresso e enfrentarão todas as dificuldades políticas que já são conhecidas. Aqui se encaixa a lógica política da organização ministerial, que desviou de uma composição que se imaginava, e que, em certa altura, teve muito presente a possibilidade de vir a ser um ministério de notáveis. O público gosta de pensar que todos que estão ali são os melhores no setor. Eu acho que isso é verdade em relação aos cargos-chave da economia, no entanto, é verdade também que muitos ocupantes de ministérios foram definidos por motivações políticas, seguindo uma lógica parlamentar. Em tese, isso não significa que estão se entregando ministérios a piratas. Não necessariamente. Ocorre-me o Ministério da Educação (MEC), que coube ao Democratas (DEM), que indicou para ministro [José] Mendonça [Bezerra] Filho, parlamentar de Pernambuco. E também o Ministério de Minas e Energia, para o qual foi Fernando Coelho, do PSB [Partido Socialista Brasileiro] de Pernambuco, também de uma família de políticos da região. Ambos foram indicações políticas

de pessoas que trabalharam direito. Durante o governo Fernando Henrique, em que eu participei, a prática era a de acomodar indicações dos partidos da base desde que a pessoa estivesse à altura do cargo e também que o secretário-executivo fosse alguém de confiança, ou seja, o ministério nunca vai ser entregue de “porteira fechada”. No caso específico do MEC, no governo Temer, a secretária-executiva é Maria Helena Guimarães Castro, que ocupou o mesmo cargo quando o ministro foi Paulo Renato [Costa Souza], de grande reputação. Foi uma das pessoas que arquitetaram o Enem,<sup>62</sup> cujo compromisso com a educação é antigo e conhecido, de modo que foi recebida com aplausos pelos funcionários do ministério – diferente do que ocorreu com o ministro.

A lógica política estará presente de alguma forma, porque é preciso que os presidentes tenham maioria no Parlamento para avançar seus programas e enfrentar temas difíceis. Nesse sentido, a surpresa positiva foi o governo Temer depositar tanta importância em uma agenda de reformas constitucionais, começando pela “PEC do Teto” e seguindo com a reforma da Previdência, passando por outras medidas importantes, e infraconstitucionais, como a mudança na TJLP [Taxa de Juros de Longo Prazo] e a reforma trabalhista. Alguns bons progressos foram alcançados nessas áreas, embora, infelizmente, tenha faltado gás para a reforma mais importante, a da previdência. Pode-se dizer que, mesmo sem ter havido a votação, cresceu imensamente a consciência de que temos um problema sério com a Previdência, com as aposentadorias especiais e com o sistema geral do INSS [Instituto Nacional do Seguro Social]. A discussão e as pesquisas de opinião sobre o tema apontam que o brasileiro tem um olhar bastante pragmático e amadurecido com relação ao assunto, embora desconfiado. O encaminhamento político do assunto, portanto, se abriu, embora talvez apenas para o próximo governo. É possível, sim, que o Brasil possa discutir a questão da idade mínima para a aposentadoria em um patamar diferente do que foi na discussão

---

62 O Exame Nacional do Ensino Médio (Enem), criado em 1998, é uma prova, realizada pelo Ministério da Educação, que tem o objetivo de avaliar o desempenho do estudante ao fim da escolaridade básica. Seus resultados podem ser utilizados como critério de seleção para o ingresso no ensino superior, seja complementando ou substituindo o vestibular. Ver <http://portal.mec.gov.br/enem-sp-2094708791>

que houve anos atrás, quando a reforma não foi aprovada na Câmara, se não me engano, por um voto.<sup>63</sup>

*Foi votada no governo Fernando Henrique ainda em 1998.*

E não obtive o número mínimo de votos. A situação da Previdência piorou dramaticamente de lá para cá. No caminho, tivemos um episódio super educativo, que foi o da Grécia. A economia da Grécia quebrou, precisou receber ajuda dos vizinhos europeus e, no seio da discussão, a maior queixa desses vizinhos foi com relação à área previdenciária. Na Alemanha, as pessoas se aposentam com 65 ou 70 anos. Por que iriam ajudar um país no qual as pessoas se aposentam com 55 anos? A discussão entre países é mais complexa, mas reveladora, pois a mesma dinâmica se observa dentro do próprio país, afinal, somos nós que vamos pagar essa conta. O conjunto da população é onerado para que algumas pessoas possam se aposentar mais cedo. Outro dia, ouvi um governador contar uma história sobre uma solenidade em que foi condecorar um capitão do Corpo de Bombeiros que se aposentava. A folha de serviço do capitão era maravilhosa, todos gostavam dele. Ao conceder a medalha ao cidadão perguntou sua idade. O bombeiro estava se aposentando aos 49 anos.

*Além disso, a longevidade das pessoas está aumentando.*

Esse é um fato. O problema tem que ser atacado e não terá uma solução espontânea. Na verdade, apenas se agrava com a passagem do tempo.

*O Brasil tem desafios muito sérios pela frente, e muito frequentemente tem tido vice-presidentes a enfrentá-los.*

Pois é, depende do personagem e de sua circunstância. Observe-se os casos dos vice-presidentes Itamar Franco e José Sarney, cujas experiências apresentaram resultados diferentes. Itamar, acabou implementando o Plano Real, que deu muito certo, mas, no início, os primeiros movimentos – seus primeiros três ministros da Fazenda –

---

<sup>63</sup> Em 6 de maio de 1998, a proposta de idade mínima de 55 anos para mulheres e de 60 anos para homens obteve 307 votos favoráveis, quando necessitava de um mínimo de 308 votos.

não foram muito bem-sucedidos. Tivemos sorte, nós da área econômica, e o presidente também. E não havia *deficit* de legitimidade na partida. A presidência de José Sarney, por outro lado, é uma ilustração dos problemas decorrentes da falta de legitimidade ou da sensação de falta de legitimidade. Tratava-se de um momento de grande expectativa da sociedade quanto ao regime democrático e o que ele traria de resgate à dívida social, como se dizia na época. A trajetória da inflação, contudo, conforme discutido acima, indica que economicamente, foi uma gestão trágica, não há como negar. Dito isso, o que pode ser essa nova vice-presidência? Sobretudo tendo em vista que, seguindo-se ao que tivemos na Argentina, é um dos primeiros governos pós-bolivarianos. Houve uma onda regional de governos parecidos na Venezuela, Argentina, Equador, Bolívia, Brasil e agora alguns vão fazer o caminho de volta.

*O senhor inclui o Brasil nessa lista?*

Sim, no Brasil houve um bolivarianismo *light*, vamos dizer assim, sobretudo com Dilma Rousseff.

*Relativamente à política doméstica, também houve essa tendência?*

Não de forma tão intensa, felizmente. Contudo, talvez o projeto fosse mesmo o “socialismo do século XXI”, como eles dizem, mas foi rechaçado pelas instituições no país. Na Argentina, tivemos o primeiro caso em que o regime kirchnerista perdeu as eleições, e o governo que o sucede enfrenta enormes dificuldades com o legado. A minoria peronista protesta muito nas ruas como se houvesse uma guerra. É educativo e assustador ao mesmo tempo, porque democracia é alternância. Não se pode destruir o país porque sua linha de pensamento perdeu as eleições.

A mudança que aconteceu no Brasil teve outra origem, não foi eleitoral, mas também, obviamente, não foi um golpe. Houve um processo formal que seguiu a Constituição e que alijou uma presidente que achava que não havia limites para seu poder. Voltando a Ricardo II, a teoria do golpe parece agasalhar uma presidente com frio, mas que não responde às acusações, absolutamente pertinentes,

feitas contra ela. A ideia de que foi vítima de um golpe pode lhe dar conforto espiritual, ela se sente melhor nessa posição – ainda que inventada por ela própria. É uma ideia melhor do que reconhecer a realidade da sua inaptidão para a presidência, dos atos irregulares que praticou e do fracasso econômico da sua administração. Ainda teremos muitos desdobramentos desse enredo, os ressentimentos são imensos e perigosos, mas, enquanto isso, o Brasil precisa avançar. O novo governo precisa tomar providências e tudo parece seguir uma sequência lógica.

*Além da reforma da Previdência, já mencionada pelo senhor, discutem-se outras pautas como a volta da CPMF [Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira] e as privatizações. Como o senhor enxerga, hoje, a viabilidade social e política dessas medidas?*

Sobre a CPMF eu não ouvi coisa alguma. Sobre as privatizações, vale observar que o tema aparece sob diferentes denominações. Mais recentemente, tem aparecido sob a designação de concessões ou parcerias. Todas essas nomenclaturas são criadas para evitar a palavra mais polêmica – privatização –, mas, é claro, é disso que tratam. Porém, acredito que agora, muito mais do que em qualquer outro momento do passado, essa medida não é ideológica, mas financeira. O Brasil nunca enfrentou um problema tão agudo de endividamento interno. Nunca a dívida interna foi tão grande nem tão cara. E nunca foram tão escassos os recursos para o investimento em infraestrutura e provisão de serviços públicos.

Em 2015, o Tesouro brasileiro pagou o equivalente a 10% do PIB, em números redondos, de juros do serviço da dívida pública. Na Grécia, no auge de sua crise de endividamento, o custo foi de 5,5% do PIB. Essa comparação indica que há algo errado. E o que está errado é tanto o nível da taxa de juros quanto o nível da dívida. Contudo, ambos refletem o mesmo fenômeno: a taxa de juros é muito alta porque a dívida é muito grande. Além disso, a dívida interna traz um dilema conceitual mais interessante e difícil de resolver do que aquele trazido pela dívida externa. No caso da dívida externa, o credor é estrangeiro, está fora do país e, portanto, o repúdio à dívida se torna, com muita facilidade, uma alavanca política populista e

oportunista e o problema fica envolto em uma cortina de fumaça que o falsifica. Quando a dívida é interna, é diferente. Os credores são os fundos mútuos, ou fundos de pensão, ou seja, são as entidades que detêm a poupança de milhões de brasileiros e são responsáveis pela aposentadoria de outros tantos milhões que ainda vão se aposentar. Ou seja, são poupadores, são pessoas que trabalharam ao longo de suas vidas e têm suas economias investidas, predominantemente, em títulos públicos. Esses são os credores do Estado. Os donos da dívida pública, de certa maneira, somos nós mesmos. O que o Estado pode fazer para trazer essas obrigações para um nível mais razoável? A dívida de hoje é um imposto de amanhã. Já tributamos demais o futuro e alguma coisa precisa ser feita em relação a isso. O descontrole fiscal produzido nos governos Lula-Dilma, se não existisse a Lei de Responsabilidade Fiscal, se não existissem as instituições criadas depois do Plano Real, provavelmente teria trazido a hiperinflação de volta. A inflação tem sido, ao longo da história, o mecanismo clássico para resolver essas “inconsistências”. Porém, dessa vez, os mecanismos protetores da moeda impediram que se financiasse essa nova orgia de gasto público com emissão de dinheiro, e assim, o episódio de indisciplina fiscal protagonizado por Dilma Rousseff e sua Nova Matriz Macroeconômica resultou em um aumento brutal do endividamento do Estado.

*O Banco Central teve algum papel no endividamento?*

Não. O Banco Central não desorganizou a política monetária de modo relevante, tanto que, apesar de a taxa de inflação ter frequentado a região acima da meta, nunca se afastou muito dela. Não estamos em hiperinflação, nem nada parecido. As instituições resistiram. Estamos retornando para taxas de um dígito ao ano já em 2017, o que é infinitamente diferente do que vivemos no passado. A dívida pública, em compensação, explodiu. Estamos, agora, diante desse problema, que pode parecer com o anterior, o da inflação, e talvez requeira tratamento semelhante. A questão que emerge é: como reduzir a dívida interna? A resposta está na geração de *superavit* primários pelo Estado. À semelhança de uma empresa em recuperação judicial, que está com problemas por excesso de endividamento, ao

tratar com o juiz, ele perguntará sobre a estratégia para cumprir suas obrigações no futuro. Em geral, a empresa tem que apresentar ao juiz um plano, no qual há um fluxo de caixa positivo ao longo do tempo. Com aquela geração de caixa, a empresa define um plano no qual expõe como pagará suas obrigações no futuro. É exatamente esse o princípio que o país deve seguir agora. O que aconteceu, no entanto, foi que a gestão Dilma Rousseff destruiu a geração de caixa, que era o *superavit* primário. Durante dez anos, entre 1998 e 2008, obtivemos 3,5% do PIB de *superavit* primário. Era a geração de caixa que permitia que a dívida líquida tivesse uma trajetória declinante pelo menos durante um bom período, até 2008-2009, quando Dilma Rousseff afirma que o *superavit* primário não é necessário. A dívida pública líquida veio de 60% do PIB para cerca de 30%, caiu à metade! A partir desse momento, no entanto, Dilma extingue o *superavit*, e a dívida volta a aumentar e atinge, muito rapidamente, um patamar nunca antes alcançado. É preciso recuperar a geração de caixa, e talvez mais do que isso. Como no caso da Petrobras, que é uma versão reduzida desse problema, aumentar a geração de caixa é condição necessária, mas não suficiente, para reduzir a dívida de verdade; isso só será possível com a venda de alguns de seus ativos. Para contornar seu problema, a Petrobras já estava privatizando agressivamente, vendendo ativos periféricos no exterior, e o que mais pudesse, para fazer caixa e diminuir seu endividamento. Como faria qualquer empresa excessivamente endividada. A República precisará fazer o mesmo.

Sobre aumentar impostos, pessoalmente, acho que não é necessário. Em princípio, seria mais educativo e melhor cortar gastos. O gasto público cresceu enormemente a partir de 2008, e não se deve culpar a Constituição de 1988, ela é inocente. Não houve nenhuma nova Constituição nesses últimos anos, o que ocorreu foi a criação de novos programas, de novos gastos, pelo último governo. Eles podem ser descontinuados ou reduzidos drasticamente de modo a ajustarem-se às possibilidades do país. E não há problemas em reduzir gastos sociais porque todos os gastos do governo são “sociais”. Todos, inclusive os juros. Os juros que são pagos hoje se originam dos gastos sociais de ontem para os quais o governo não tinha recursos para

realizar e, por isso, tomou dinheiro emprestado emitindo dívida. Se tivermos *superavit*, o problema vai diminuindo conforme se observou entre 1998 e 2009. Resta pensar sobre a reforma do Estado e sobre a possibilidade de se reduzir a despesa de pessoal, onde claramente tivemos excessos e nos três níveis de governo.

*Explicar para a população que é necessário cortar gastos para melhorar a eficiência é sempre difícil. A dúvida é se é mais difícil convencer a sociedade sobre a necessidade de um corte de gastos ou de um aumento de impostos. E talvez as duas medidas sejam necessárias.*

É preciso ter a clareza de que, tanto o corte de gastos quanto o aumento de impostos são, ao final, decisões do Congresso. Tecnicamente, quem faz o orçamento são os senhores parlamentares, os representantes do povo. O ministro da Fazenda apenas executa a Lei Orçamentária. Ele tem um grau considerável de discricionariedade em certos itens do orçamento, ao que se dá o nome de contingenciamento, mas isso não é tão relevante quanto definir o montante que será arrecadado e o montante que será gasto, que é prerrogativa do Congresso. Acredito, inclusive, que deveria haver mais clareza por parte do ministro da Fazenda quando declara sua preferência. Ele deveria indicar, por exemplo, que prefere reduzir as despesas, mantendo os melhores dispêndios, de acordo com algum critério socialmente justo, e não aumentar impostos. Mas, se o Congresso Nacional decidir que não quer reduzir despesas, caberá ao Congresso decidir sobre o aumento da tributação. Se o Congresso não quiser fazer nem uma coisa nem outra, implicitamente estará determinando o aumento da dívida pública. Não é o ministro quem toma essa decisão. Pessoalmente, acho que as instituições deveriam permitir que o cidadão tivesse clareza sobre essas decisões e responsabilidades. Poder é responsabilidade. Não deveria ser possível fugir da responsabilidade quando se tem poder. O Congresso não pode escapar da sua responsabilidade de decidir, de fazer a escolha, seja ela pela despesa, pelo imposto ou pela dívida. Democracias maduras precisam de instituições orçamentárias maduras e transparentes, pelas quais se decide a política fiscal e as prioridades da sociedade. Não é onde estamos.

*Que papel o senhor atribui ao Banco Central durante esse processo de deterioração das contas públicas nos últimos anos? Alguns argumentam que teria sido muito passivo, se comparado a gestões anteriores. O senhor concorda com essa avaliação?*

Sim e não. Para começar, a partir de 2008 – vamos colocar essa data como referência –, o Banco Central tinha muito pouco a fazer diante de uma política fiscal que perdeu qualidade de forma muito acelerada. O Banco Central se manteve fiel à sistemática de metas de inflação, usou a flexibilidade que o sistema lhe conferia e, durante muito tempo, trabalhou como se a meta fosse o limite superior do intervalo de tolerância até que mesmo esse limite terminou se perdendo. Todavia, a política monetária reagiu com a troca de presidentes e estamos de volta ao intervalo de tolerância definido para a taxa de inflação. Enfim, mesmo quando o Banco Central esteve sob imensa pressão do Palácio, não foi capaz de subverter a lógica do regime de metas para a inflação. Considero até que se comportou muito bem diante da alternativa. Manteve integridade na política de metas e no câmbio flutuante, mesmo que com alguns desvios muito criticáveis, mas não destrutivos, sobretudo se comparado com o que estava acontecendo com a política fiscal. O Banco Central não foi o protagonista do fracasso que foi o governo Dilma Rousseff e nem poderia ter sido, porque o assunto que desencadeou o processo de *impeachment* sequer era de sua alçada.

*E quais foram os impactos da intervenção do governo nas políticas praticadas pelos bancos públicos?*

O governo Dilma utilizou os bancos federais como instrumento, na linguagem deles, “anticíclico”. O significado desse termo é matéria obscura. Na prática significava, basicamente, forçar essas instituições a realizarem operações que estimulassem a atividade econômica mesmo que resultassem em prejuízo. As restrições a esse tipo de comportamento predatório do acionista controlador variam conforme o banco. No caso do Banco do Brasil (BB) as defesas são melhores porque o BB é uma empresa de economia mista, listada, com minoritários ativos e vigilantes. Por conta disso, ninguém imagina que o BB tenha acumulado “esqueletos” ou grandes prejuízos

decorrentes da interferência do governo nos últimos anos. O mesmo não pode ser dito da Caixa Econômica Federal [Caixa]. Claramente, houve um comportamento diferenciado entre essas duas instituições, além, claro, da diferença de cultura e do fato de que a Caixa é 100% do governo e é empresa de capital fechado. A Caixa também opera o FGTS [Fundo de Garantia do Tempo de Serviço],<sup>64</sup> que, muitas vezes, se confunde com a Caixa. As medidas adotadas junto ao FGTS têm repercussão na Caixa e vice-versa. O BNDES tem uma relação muito semelhante com o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).<sup>65</sup>

Por conta desses relacionamentos, nessas duas instituições, Caixa e BNDES, respectivamente com FGTS e FAT, as razões políticas podiam encontrar seus caminhos nas duas instituições. Foram ali que ocorreram algumas das “pedaladas”, cujas consequências foram dramáticas para o governo. Dramáticas mais pela natureza da irregularidade do que pelo tamanho dos custos fiscais, que foram maiores em 1993. Naquele tempo, havia 65 instituições financeiras estaduais – metade ou mais eram bancos – e estavam todas quebradas. Além disso, os cinco bancos federais, talvez com exceção do BNDES, também estavam quebrados, precisando de capitalizações elevadas. Os estados estavam todos quebrados. Era uma situação muito diferente da de hoje, onde apenas alguns estados estão em péssima situação, mas não todos. Faz uma diferença enorme porque define como será o debate sobre o pacto federativo.

Hoje, não temos problemas sérios com bancos estaduais e federais, ao menos em comparação com o que havia em 1993. Em boa medida, uma das inovações mais importantes nesse terreno, trazida pelo Plano Real, além da redução da presença estatal na atividade bancária, foi

---

64 O FGTS foi criado pela Lei 5.107, de 13 de setembro de 1966, com a finalidade de remunerar os empregados pelo tempo efetivamente trabalhado. Os recursos do FGTS, depositados na CEF, deverão ser aplicados em habitação, saneamento básico e infraestrutura urbana.

65 O FAT, criado em 1990 e vinculado ao Ministério do Trabalho, tem por finalidade o custeio do Programa de Seguro Desemprego, o pagamento do abono salarial aos empregados participantes do Fundo de Participação PIS/Pasep e o financiamento de programas de desenvolvimento econômico a cargo do BNDES.

a introdução da disciplina de Basileia no sistema bancário público.<sup>66</sup> Foi esse o mecanismo básico que impediu que se recriassem coisas como a famosa conta movimento entre o Banco Central e o BB, e sistemas assemelhados. Nesse sentido, é possível afirmar que essas restrições que começaram a funcionar a partir de 1994, em termos amplos, protegeram a moeda. De forma geral, o Banco Central – bem como as demais instituições bancárias públicas – está muito mais robusto do que estava em 1993, na transição. O conserto será muito mais fácil e muito mais barato. Em resumo, o problema não foi o Banco Central que, de fato, tinha pouco a fazer para evitar a tragédia das “pedaladas” e da dívida pública. Mas isso não significa que ele está totalmente inocente, apenas teve um papel secundário no quadro.

*Pensando de uma forma mais histórica, o banco central ideal, na sua opinião, assemelha-se mais a um banco central à la Friedman, focando no controle da inflação, ou à la Keynes, que também atuaria para estimular o emprego e o crescimento econômico?*

Essa é uma questão que chama a atenção para uma dicotomia que estava presente no primeiro projeto de criação do Banco Central em 1947. Foi discutido, à época, se o Banco Central seria o provedor de fundos para os bancos de desenvolvimento ou se seria o órgão responsável pela estabilidade da moeda, e houve um impasse em torno disso. Era como na pergunta, Friedman contra Keynes, Metalistas e Papelistas, ortodoxos contra heterodoxos, uma rixa antiga que se renova a cada modificação da moldura institucional e do momento histórico. No decorrer do tempo, as instituições públicas bancárias tiveram o seu desenvolvimento e suas consequências e, ao mesmo tempo, a cultura, a sabedoria internacional sobre Banco Central evoluiu bastante. Hoje existem poucas dúvidas conceituais, em

---

66 O Acordo de Capital de Basileia, oficialmente denominado de *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, foi divulgado inicialmente em 1988 pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (*Basel Committee on Banking Supervision* – BCBS), com o objetivo criar exigências mínimas de capital para instituições financeiras como forma de fazer face ao risco de crédito. Tem sido atualizado a partir de então. O BCB é membro do BIS que funciona como um fórum mundial para discussão e cooperação em matéria de regulação bancária prudencial. Seu objetivo consiste em reforçar a regulação, a supervisão e as melhores práticas no mercado financeiro. Ver <http://www.bcb.gov.br/fis/supervisao/basileia.asp>.

nível internacional, sobre o que deve ser um banco central. Trata-se da instituição predominantemente responsável pela estabilidade da moeda. Não significa que seja totalmente alienada dos outros desenvolvimentos da economia, mas é preciso ter órgãos da administração pública que tenham funções distintas e que operem coordenados. Mas a função dessa instituição aqui chamada Banco Central é cuidar, predominantemente, da estabilidade da moeda e, nos casos em que acumula a supervisão bancária, ser também o órgão responsável pela estabilidade do sistema financeiro. É assim que funciona no Brasil. Outros órgãos cuidam do nível de emprego, do desenvolvimento, e, tanto quanto possível, o Banco Central se comporta harmonicamente com as políticas de governo, mas dentro da sua missão.

Nossa evolução institucional possui uma característica muito singular e que pode ser sintetizada em três letras, CMN, Conselho Monetário Nacional. Trata-se do órgão que ocupa a posição que em outros países cabe ao banco central. É um órgão presidido pelo ministro da Fazenda, e por aí já se vê que ele tem os mesmos objetivos do Ministério da Fazenda e, por conseguinte, mais amplos do que os do Banco Central. Na Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que estabelece os objetivos do CMN, são listados seis ou sete tópicos que compreendem isso que você chamou de banco central keynesiano. Quer dizer, a preocupação com o emprego e o crescimento, a preocupação com o câmbio e o equilíbrio externo para além das preocupações típicas de um Banco Central: estabilidade do poder de compra da moeda e estabilidade do sistema financeiro. Dessa forma, o CMN existe para estabelecer essa coordenação entre o que faz o Banco Central e o que faz o Ministério da Fazenda. O CMN é uma espécie de síntese Friedman-Keynes, cuja ênfase varia conforme as pessoas e a liderança política. Essa variabilidade é sua virtude, mas também seu defeito, uma vez que há um “mandato múltiplo” para este organismo. Tem-se falado sobre uma emenda constitucional que alteraria essa configuração. Não sei bem como seria, mas a Constituição pode passar a ter um capítulo que defina quem é o Banco Central e qual a sua missão, e até especificar algumas questões sobre seu modo de atuar. Hoje, esses aspectos são regidos

pelo artigo 192 da Constituição, que é vago nas suas definições a esse respeito. É vago também em seu artigo 164, que diz respeito às relações entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, quando indica que o Banco Central não pode conceder empréstimos ao Tesouro. Definir na Constituição algo que retire o Banco Central do CMN e dê a ele uma missão específica pode fazer sentido, porque teríamos o Banco Central ao lado do CMN que passaria a ter atribuições mais regulatórias enquanto o Banco Central assumiria as missões atinentes à política monetária. Pode ser interessante, mas não sei se hoje vale a pena utilizar a pouca energia política para implementar esse tipo de transformação, quando a reforma previdenciária, entre outras, disputaria o tempo e a energia política necessárias para esta mudança. Dado que os recursos políticos são escassos, dever-se-ia focar no que é mais importante no momento. O que faria mais sentido e poderia ser feito imediatamente, era encaminhar ao Congresso um projeto de Lei Complementar que desse aos dirigentes do Banco Central mandatos fixos. Isso já seria um grande avanço na organização monetária do país sem requerer a mobilização política e parlamentar que uma Emenda Constitucional exige.

*Há ainda uma grande discussão, nacional e internacional, sobre autonomia de bancos centrais. Como vê a questão?*

Primeiro precisamos definir o que é independência e o que é autonomia. São termos vagos. Na academia, creio que o melhor esforço de definição foi realizado por um professor da Universidade de Tel-Aviv chamado Alex Cukierman.<sup>67</sup> Ele fez uma espécie de questionário no qual listou uma dúzia de atributos importantes para definir a independência e determinou, para cada item, um critério de pontuação. Dessa forma, ele pode enquadrar a situação de cada economia no questionário e produzir um *score*. Esse número seria, vamos dizer assim, o grau de independência para dada instituição em seu contexto. Ele fez esse trabalho, originalmente, para o Banco Mundial. A primeira publicação desse artigo, que se tornou

---

67 CUKIERMAN, Alex; WEBB, Steven B. e NEYAPTI, Bilin. Measuring the independence of the Central Bank and its effects on policy outcomes. *The World Bank Review*, v. 6, n. 3, 1992, pp 353-398 e CUKIERMAN, Alex. *Central Bank strategy, credibility and independence: theory and evidence*. Cambridge: MIT Press, 1992.

paradigmático, é do começo dos anos 1990, em uma revista do próprio Banco Mundial. Muitos trabalharam, como Alesina e Summers,<sup>68</sup> usando os dados de grau de independência dos diferentes bancos centrais nacionais e fazendo análises estatísticas que comparam o grau de independência, *cross section*, com o desempenho econômico dos países em que se encontram. Fica clara, nessas pesquisas, a correlação entre a independência do banco central e a inflação e o nível de atividade, por exemplo. Existem diversos outros trabalhos que usam a mesma base de dados e, portanto, o mesmo conceito de independência, que é a única forma estabelecida para medir independência de um banco central. No entanto, mais importante do que essa análise de correlação, que é *cross country* e, portanto, sempre um pouco questionável, é usar, por exemplo, o questionário do Cukierman e aplicá-lo ao Brasil ao longo do tempo. O Banco Central do Brasil tem um nível de independência muito pequeno de acordo com esse índice, embora tenha aumentado ligeiramente nos últimos anos. No meu último livro, *A moeda e a Lei*, fiz as contas e achei 0,24 para o período anterior a 1988; 0,53 para 1996, em nosso melhor momento desse índice; e 0,40 em 2013, depois da Nova Matriz Macroeconômica. O índice piorou porque se deterioraram, em algum grau, as relações entre o Tesouro e o Banco Central. Permanecem pontos como a existência do Conselho Monetário, a inexistência de mandatos para os dirigentes para o Banco Central, e o fato de o Banco Central não ter uma missão própria, e ter apenas a tarefa de obedecer ao CMN – conforme previsto na Lei 4.595.<sup>69</sup> Essas três coisas fazem com que o *score* do Brasil no índice Cukierman seja pequeno em termos absolutos e cada vez mais distante do que se observa em outros países.

Então, voltamos à questão da Emenda Constitucional *versus* Lei Complementar. O Brasil daria um salto nesse índice se houvesse, simplesmente, um mandato para o presidente do Banco Central. Quanto maior o mandato, maior o *score* e, se esse mandato for não

---

68 ALESINA, Alberto e SUMMERS, Lawrence. Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 25, n. 2, 1993, pp 115-162.

69 O artigo 9º da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, estabelece que: “Compete ao Banco Central da República do Brasil cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional”.

coincidente com o mandato do presidente da República, melhor ainda. São providências que podem ser tomadas por meio de Lei Complementar, não é necessária uma Emenda Constitucional. Penso que seria possível modificar a Lei 4.595 para estabelecer missões próprias ao Banco Central que sejam independentes daquelas do Conselho Monetário. O artigo 192 da Constituição é vago, e é a Lei 4.595 que regula. Acredito que seja possível estabelecer uma missão específica ao Banco Central, diferente daquela do CMN, em uma Lei Complementar. Do alto da minha sabedoria jurídica, que não é grande coisa, não vejo a necessidade de uma PEC [Proposta de Emenda Constitucional].

### *O Conselho Monetário Nacional é um tema constitucional?*

Não, não é. O CMN é uma criação da Lei 4.595.<sup>70</sup> E, claramente, mistura assuntos regulatórios com assuntos de política macroeconômica. Ele delibera tanto sobre política monetária quanto sobre regulação cambial e regulação bancária. Existe o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP), que é o conselho da Superintendência de Seguros Privados (Susep), fazendo a regulação de seguros. Existe o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPc), que faz a regulação da Previdência. Esses órgãos dialogam com o CMN, pois este faz a regulação das entidades de previdência privada e dos fundos de pensão, pelo lado da aplicação. O ativo dos fundos de pensão é regulado pelo CMN, o passivo, pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc),<sup>71</sup> a agência reguladora do setor. O mesmo acontece com o setor de seguros. Talvez seja possível ajustar esses Conselhos, mas não seria necessário inventar muito, seria trabalhar com os conselhos que já existem e já funcionam. Eles demonstram que é possível ter conselhos com atribuições regulatórias que funcionam muito bem para esse tipo de missão. Mas não é muito comum que a política macroeconômica, e que a política monetária, em particular, seja decidida por um Conselho formado por ministros. Claro que está funcionando, mas funciona de um jeito torto, porque,

---

70 Art. 1º da Lei 4.595 estabelece que: “O Sistema Financeiro Nacional, estruturado e regulado pela presente Lei, será constituído: I - do Conselho Monetário Nacional (...);”.

71 A Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) foi criada em 2009, com o objetivo de supervisionar e fiscalizar o sistema financeiro.

ainda hoje, se baseia em uma competência criada pelo general [Ernesto] Geisel, em 1974, a partir de uma alteração que promoveu à Lei 4.595, que possibilita que o presidente da República, por meio de um decreto, determine o que o Conselho Monetário vai fazer. E o CMN, por sua vez, determina o que o Banco Central vai fazer. O regime de metas para a inflação foi determinado por um decreto presidencial<sup>72</sup> que segue exatamente essa regra de subordinação.

*Sobre a relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, o senhor considera que a legislação existente assegura a autonomia das duas instituições?*

Em 2008, foi editada uma medida provisória que virou lei.<sup>73</sup> Essa lei alterou bastante a sistemática de apuração do resultado do Banco Central e o seu relacionamento financeiro com o Tesouro Nacional. Muitos consideram, e me incluo nessa lista, que essa lei é inconstitucional, pois viola o artigo 164 da Constituição, que determina que o Banco Central não pode financiar o Tesouro. A linguagem da Constituição pode ser um tanto restrita, se é que é possível dizer isso sem ficar vermelho. Segundo o texto constitucional, o Banco Central não pode “conceder empréstimos” ao Tesouro. Contudo, é preciso interpretar a Constituição sempre de forma ampla. Quando ela afirma que não pode haver empréstimos, não significa que não possa existir, exclusivamente, o empréstimo na forma tradicional, um contrato de mútuo. Entendo que qualquer situação que tenha os efeitos de um empréstimo do Banco Central ao Tesouro também não deva ser permitida. Ou seja, não pode haver uma “lógica de empréstimo” em qualquer operação entre as duas instituições. Tanto é que, durante a época em que fui dirigente do Banco Central, ouvi repetidamente que qualquer transação que tivesse os efeitos de um financiamento ao Tesouro Nacional seria inconstitucional. Assim sendo, me comportei de acordo com essa determinação durante toda a minha gestão, seja como diretor ou como presidente. A lei de 2008, todavia, cria uma sistemática de apuração do resultado e transferência para o Tesouro, que tem os exatos efeitos de um empréstimo. Escrevi um artigo

---

72 O Decreto 3.088, de 21 de junho de 1999, estabelece a sistemática de Metas para a Inflação como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências.

73 Trata-se da Medida Provisória 435/2008, depois transformada na Lei 11.803/2008, disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2008/lei/111803.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2008/lei/111803.htm).

sobre o tema para os jornais, chamado *O jogo do papagaio*.<sup>74</sup> O artigo foi claramente inspirado em dois textos que li a propósito de um seminário ocorrido no Instituto de Estudos de Política Econômica/Casa das Garças.<sup>75</sup> Um deles, de Marcos Mendes, que acabou de entrar na equipe do ministro Meirelles e, o outro, do [Antônio Carlos Costa] D'Ávila, técnico do TCU [Tribunal de Contas da União], autor do acórdão das “pedaladas”, que levou à rejeição das contas da presidente na instituição.<sup>76</sup> Ambos tratavam do resultado do Banco Central, explicando exatamente o quanto essa lei produzia de distorção.

A lei cria uma mecânica de apuração de resultado a partir do vento, no meu ponto de vista: caso o resultado fosse positivo, converteria-se em transferência do Banco Central para o caixa único do Tesouro; caso resultasse em prejuízo, o Tesouro cobria esse *deficit* entregando títulos públicos ao Banco Central para capitalizá-lo, quando não seriam necessários. Não vou entrar nos detalhes, porque são assuntos muito técnicos, mas penso que, de uma forma absolutamente sorrateira, esse mecanismo está em operação e já é possível observar seus efeitos. No *paper* do Marcos Mendes, publicado para discussão da consultoria legislativa, estão especificados os efeitos quantitativos dessa operação e eles são enormes.<sup>77</sup> Esse tema está extensamente explorado em um livro que a Casa das Garças lançou pela editora Civilização Brasileira, como resultado, justamente, desse seminário que mencionei.<sup>78</sup>

Meu artigo de jornal é uma explicação simples para os mecanismos que eles descobriram. Acredito que esse tema voltará e que uma solução razoável será encontrada.

---

74 O texto foi publicado pelo jornal *O Estado de S. Paulo* em 27 de dezembro de 2015.

75 O seminário ocorrido em dezembro de 2015, em homenagem à memória de Fábio de Oliveira Barbosa, e foi posteriormente transformado no livro mencionado a seguir.

76 Os textos a que o entrevistado se refere são: MENDES, Marcos. A Lei 11.803/2008 e a relação financeira entre Tesouro Nacional e Banco Central. Em: BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Editora Civilização Brasileira, 2017 e CARVALHO JR., Antonio d'Ávila. BC e Tesouro: um estudo sobre a Constituição, leis complementares, leis ordinárias e medidas provisórias. Em: BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Editora Civilização Brasileira, 2017.

77 MENDES, Marcos. A Lei 11.803/2008 e a relação financeira entre Tesouro Nacional e Banco Central. *Textos para Discussão*. Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa. Senado Federal.

78 BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Editora Civilização Brasileira, 2017.

*Talvez seja necessário aprovar uma nova lei no Congresso para reverter ou anular essa de 2008?*

Na verdade, como foi resultado de uma medida provisória, talvez outra MP possa modificá-la.<sup>79</sup> Francamente, meu conselho ao presidente do Banco Central seria rever isso rapidamente porque, enquanto ocupar essa posição, será responsável por um mecanismo vulnerável a questionamentos. Ele não pode ficar exposto a isso e apurar um resultado que não existe, transferindo-o ao Tesouro. A medida que altera esse mecanismo deve vir o quanto antes, sendo que essa alteração na sistemática de resultado pode ser vista como o desfazimento de uma espécie de pedalada e, nesses termos, seria maior do que todas as outras que estão sendo discutidas.

*Essa prática já está sendo realizada? A cada apuração de resultado o Banco Central já transfere o saldo positivo ao Tesouro e, em caso de resultado negativo, recebe títulos?*

O sistema está em operação desde 2008. Normalmente, quando o resultado do Banco Central é positivo, ele paga um dividendo ao Tesouro em dinheiro. Como o Banco Central é o banco do Tesouro, o caixa do Tesouro está no Banco Central e, então, simplesmente, o Banco Central credita esse valor na Conta Única do Tesouro. Quando ele apresenta lucro em qualquer uma de suas contas passivas, ele transfere para outra conta passiva, que é a Conta Única do Tesouro Nacional. Quando o resultado é negativo, a lógica funciona de maneira inversa. Se tudo está com sinal negativo, em tese, o dinheiro sai da Conta Única do Tesouro e volta para capitalizar o Banco Central. Em 2008, o sistema mudou. Agora, quando o Banco Central tem lucro, ele credita no caixa um, na conta passiva, e quando o Banco Central tem prejuízo, e o Tesouro tem que capitalizá-lo, no entanto, o Tesouro paga em títulos, entrega papéis para o Banco Central. Isso cria uma assimetria. Nesse artigo que publiquei, propus uma brincadeira para ilustrar o tema: joga-se uma moeda, se der cara, você me paga um real, se der coroa, eu te dou uma bala. Jogamos esse

---

79 O Projeto de Lei do Senado 314/2017, de autoria do senador Ricardo Ferraço, dispõe sobre as relações financeiras entre a União e o Banco Central do Brasil e sobre instrumentos para condução da política monetária, e dá outras providências. Encontra-se em tramitação.

jogo duzentas vezes, o que vai acontecer depois de duzentas vezes? Você vai ter cem balas e eu vou ter cem reais. O que é esse jogo? É uma maneira de eu te vender balas, certo? Esse é o jogo que o Banco Central tem jogado com o Tesouro. Por isso intitulei de *O jogo do papagaio*, porque, quando o Banco Central tem prejuízo, o Tesouro entrega a ele com uma dívida, os títulos, mas quando o Banco Central tem lucro, ele dá dinheiro ao Tesouro. Isso é semestral. Essa apuração é semestral, ou seja, depois de algum tempo, o que acontece é que a Conta Única do Tesouro fica inchada, assim como a carteira de títulos do Banco Central. Isso é o Tesouro vendendo títulos para o Banco Central, e isso tem os mesmos efeitos de um empréstimo, tem cara de empréstimo, perfil de empréstimo, nariz de empréstimo, cabelo de empréstimo, mas não é empréstimo.

*Outra questão é o volume do resultado. É sempre grande?*

Para responder a sua pergunta preciso falar sobre um segundo truque, pior ainda. Definiu-se que a variação cambial das reservas internacionais fazia parte do resultado do Banco Central. Ou seja, o resultado é impactado pela variação da taxa de câmbio dos US\$370 bilhões detidos como reservas internacionais.<sup>80</sup> Dessa forma, se o câmbio, durante o semestre, desvaloriza 10%, as reservas internacionais de US\$370 bilhões produzem uma variação cambial de 10% desse valor, que seria considerada lucro porque essa é uma conta do ativo do Banco Central. Então, quando o câmbio desvaloriza, e pode desvalorizar muito ao longo de um semestre, o Banco Central obterá lucro, e ele será grande. Por outro lado, quando a taxa de câmbio aprecia, o Banco Central terá prejuízo, e ele também será grande. Pode-se dizer que o resultado do Banco Central foi muito volátil nos últimos anos.

Outra manobra é separar o resultado que é chamado de equalização cambial do resultado operacional, vamos dizer assim. O resultado operacional, todo semestre é positivo na faixa de R\$5 bilhões a R\$10 bilhões. O de equalização cambial varia entre R\$100 bilhões positivos e R\$100 bilhões negativos. É enorme. Então, pode ocorrer

---

80 Ver <http://www.bcb.gov.br/pec/sdds/port/templ1p.shtm>.

que em um semestre tenha havido prejuízo de R\$100 bilhões. Nesse semestre, o Tesouro cobrirá o *deficit* entregando R\$100 bilhões em títulos ao Banco Central. No mês em que o resultado for positivo, serão R\$100 bilhões que o Banco Central creditará na Conta Única do Tesouro. Pode-se perguntar: mas as reservas não equivalem, mais ou menos, a ser proprietário de um imóvel? Ele pode aumentar ou diminuir de preço, mas enquanto não for vendido, não impacta o caixa de seu proprietário. Logo, não se deveria pagar dividendos, dado que não há um resultado de caixa. Seria possível entregar um pedaço do seu imóvel? Não faz sentido, a menos que você queira estocar vento – talvez venha daí esse negócio de estocar vento. Você tem um resultado que é vento e paga dividendos sobre ele. Ou seja, precisamos revisitar esse procedimento.

# Índice Onomástico

## A

ABREU, Marcelo de Paiva	20, 28
ALEJANDRO, Carlos Díaz	25
ALCKMIN, Geraldo José Rodrigues	66
ARIDA, Persio	43, 46, 48, 83, 93, 100
ASSIS, Joaquim Maria Machado de	10, 40, 127, 128

## B

BACHA, Edmar Lisboa	18, 20, 52, 69, 151
BARBOSA, Fernando de Holanda	39
BARELLI, Valter	49
BEZERRA FILHO, José Mendonça	135
BINSWANGER, Hans Chistoph	127, 129
BLOOM, Harold	130, 131

## C

CAMPOS, Roberto	17
CANETTI, Elias	59
CARDOSO, Fernando Henrique	9, 35, 49, 91, 109
CARNEIRO, Dionísio Dias	18
CARVALHO, Clóvis	44, 88
CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de	38
CASTRO, Maria Helena Guimarães	136
CLINTON, William Jefferson (Bill Clinton)	68
COSTA, José Ribamar Ferreira de Araújo (José Sarney)	31, 34, 132, 133, 137, 138
COVAS JÚNIOR, Mário	51, 52, 73
CUKIERMAN, Alex	147, 148

## D

DIMENSTEIN, Gilberto	50
DURANTE, Mário	49, 50
DUPEYRAT, Alexandre	49, 50

## F

FARNAM, Henry W.	127, 129, 130
FIUZA, Guilherme	49
FRAGA NETO, Arminio	35, 83, 92, 93, 124
FRANCO, Itamar Augusto Cautiero	36, 38, 39, 41, 48, 75, 119, 132, 133, 137
FRICTSCH, Winston	20, 28, 88

**G**

GOETHE, Johann Wolfgang	10, 127, 129
GOLDFAJN, Ilan	135
GOMES, Ciro Ferreira	51, 52, 57
GONÇALVES SOBRINHO, Gustavo Krause	38
GREENSPAN, Alan	116, 117
GROS, François Robert André (Francisco Gros)	38
GUIMARÃES, Eduardo Augusto	20
GURLEY, John	32, 33

**H**

HADDAD, Paulo Roberto	38, 39
-----------------------	--------

**J**

JEREISSATI, Tasso Ribeiro	51
JOHNSON, Samuel	131

**L**

LAGO, Luiz Aranha Corrêa do	21
LEMANN, Jorge Paulo	17
LOPES, Francisco Lafayette de Padua (Chico Lopes)	18, 34, 120, 121, 123, 124
LOYOLA, Gustavo Jorge Laboissière	38, 81, 93, 107
LULIA, Michel Miguel Elias Temer	91, 132, 133, 134, 136

**M**

MALAN, Pedro Sampaio	35, 43, 62, 81, 83, 88, 91, 120, 121
MARGARIDO NETO, Bazileu Alves	42
MARQUES, Maria Sílvia Bastos	135
MEIRELLES, Henrique de Campos	93, 135, 151
MELLO, Fernando Afonso Collor de	30, 38, 51, 75, 132, 133
MELLO, Zélia Maria Cardoso de	37, 51
MENDES, Marcos	151
MENDONÇA, Álvaro	37, 38
MILLIET, Fernando	93
MORAES, Pedro Luiz Bodin de	38
MOREIRA, Marcílio Marques	37, 38

**N**

NEVES, Tancredo de Almeida	132, 133
NÓBREGA, Mailson	30

**P**

PARENTE, Pedro Pullen	135
PESSOA, Fernando	10, 127, 128

PINTO, Francisco Eduardo de Almeida	43, 48
PIVA, Horácio Lafer	16
POUND, Ezra Westson Loomis	128

## R

RESENDE, André Pinheiro de Lara	46
RESENDE, Eliseu	38, 39, 63
RICUPERO, Rubens	57
RICHA, José	52
ROUSSEFF, Dilma Vana	64, 125, 134, 135, 138, 140, 141, 143

## S

SACHS, Jeffrey	9, 26
SANTOS, Sérgio Cutolo dos	49
SICUPIRA, Carlos Alberto	17
SILVA, Luís Inácio Lula da	30, 57, 66, 133, 135, 140
SILVEIRA, Barbara Heliodora Guilhermina da	125
SOUSA, Marina Osmarina Silva de	42
SOUZA, Josias de	50
SOUZA, Paulo Renato Costa	136
SUPLICY, Eduardo Matarazzo	42

## T

TAYLOR, Lance	27
TAVARES, Marcos	51
TELLES, Marcel	17
TOBIN, James	24
TORRES, Lafayette Coutinho	37

## V

VARGAS, Getulio Dornelles	15, 16, 25
VELLOSO, João Paulo dos Reis	65
VÍDIGAL, Gastão da Costa	16
VIEIRA, José Eduardo de Andrade	39, 40

## W

WERNECK, Rogério Ladeira Furquim	17
----------------------------------	----

## X

XIMENES, Paulo César	43, 93
----------------------	--------







**BANCO CENTRAL  
DO BRASIL**

**MINHA PASSAGEM PELO GOVERNO** me tirou qualquer crença na deusa Clio ou na lógica do materialismo dialético. Em matéria de História, me tornei absolutamente ateu, não existe Razão em Movimento, tampouco a Mão Divina, nada disso existe. Existe o acaso. Este sim que, segundo Machado de Assis, troca os cálculos da natureza. Foi o que vi.

**GUSTAVO FRANCO**

Ex-Presidente do  
Banco Central do Brasil