

*Coleção*

**História Contada do**  
Banco Central do Brasil

**XXIII**

**Francisco  
Lafaiete Lopes**



*Coleção*

---

**História Contada do**  
Banco Central do Brasil

Brasília • 2019



*Coleção*

**História Contada do**  
Banco Central do Brasil

**XXIII**

**Francisco  
Lafaiete Lopes**

Ficha Catalográfica elaborada pela Biblioteca do  
Banco Central do Brasil – v. 23

Banco Central do Brasil

Francisco Lafaiete Lopes / Banco Central do Brasil – Brasília :  
Banco Central do Brasil, 2019.

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

I. Banco Central do Brasil – História. II. Entrevista. III. Lopes,  
Francisco Lafaiete. 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



Francisco Lopes teve participação ativa nos debates econômicos nacionais, principalmente após retornar do programa de doutorado realizado na Universidade de Harvard, quando, com Edmar Bacha e Dionísio Dias Carneiro, foi para a Universidade de Brasília (UnB) construir a Cambridge do Planalto, conforme denominação dada por Bacha.

Filho de Lucas Lopes, ministro da Fazenda de Juscelino Kubitschek [de Oliveira], Francisco conviveu desde cedo com discussões econômicas e políticas. Sua formação acadêmica inclui curso do Centro de Treinamento para o Desenvolvimento Econômico (Cendec) do Instituto de Pesquisa Econômica e Aplicada (Ipea), mestrado na Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas-Rio (EPGE/FGV), e doutorado na Universidade de Harvard, para o qual foi especialmente estimulado por Werner Baer. Sua empatia com Mário Henrique Simonsen, embora o considerasse muito conservador, e o ambiente da EPGE encorajaram-no a voltar ao Rio de Janeiro para lecionar na FGV, juntamente com Dionísio Carneiro.

Pouco depois do retorno de Francisco Lopes à EPGE, Simonsen assumiu o Ministério da Fazenda com Ernesto Geisel na Presidência da República. O ambiente dividido entre grupos com abordagens distintas estimulou-o, com Dionísio Carneiro e Rogério Werneck, a sair da Fundação para formar um departamento de Economia novo, que oferecesse um mestrado como o das universidades norte-americanas. Dirigiram-se, então, para o departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), ao qual se agregaram também Edmar Bacha, Pedro [Sampaio] Malan e, posteriormente, Winston Fritsch e Marcelo de Paiva Abreu, entre outros.

O ambiente de pesquisa e de discussão acadêmica nesse departamento criou as condições para a reflexão sobre as condições da economia

brasileira e seus determinantes, bem como para a proposta de políticas econômicas. Assim, Francisco Lopes envolveu-se na elaboração inicial do Plano Cruzado, embora não em seu detalhamento, e também no Plano Bresser. Em 1988, desenhou, com o deputado Osmundo Rebouças, um programa de estabilização também chamado de Plano Real, que teria um ritual diferente do usual: seria anunciado com antecedência e passaria por discussão no Congresso Nacional.

Ainda que resistindo a participar diretamente do governo, tomava parte das reflexões por meio de consultorias e mesmo de conversas e reuniões com os colegas em posições governamentais. O detalhamento dessas participações, das idas e vindas das diversas propostas, amplia enormemente a compreensão do imenso esforço realizado para que o país conseguisse elaborar um programa de estabilização macroeconômica que resultasse em controle do processo inflacionário.

Com Persio Arida na presidência do Banco Central, Francisco Lopes assumiu a Área de Política Econômica, da qual foi o primeiro diretor. Coordenando o histórico Departamento Econômico, participava ativamente das discussões de política econômica, principalmente cambial e monetária. Já na gestão de Gustavo Loyola, passou a acumular também a Diretoria de Política Monetária, onde buscou institucionalizar o rito da tomada de decisão da taxa de juros básica da economia e a criação do Comitê de Política Monetária (Copom). No mesmo período em que se avançava nessas frentes, o sistema financeiro passava por grande reestruturação, cujas discussões eram realizadas na Diretoria Colegiada.

Francisco Lopes identifica a criação do Copom e as negociações para estabilização financeira como as duas mais importantes iniciativas de sua passagem pelo BCB. São institutos que foram mantidos nas gestões seguintes, indicando o reconhecimento de sua importância pelos gestores subsequentes, bem como pela sociedade.

A mudança do regime cambial era uma questão a ser tratada, após o intenso esforço para o controle da inflação, para a reestruturação do sistema financeiro e para a busca da reorganização das contas públicas,

em meio a crises internacionais. A implementação da banda diagonal endógena, em janeiro de 1999, foi sucedida pela flexibilização da política cambial. Nesse processo, Francisco Lopes deixou o Banco Central.

No âmbito do *Projeto Memória do Banco Central do Brasil*, Lopes concedeu entrevista à equipe do Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil da Fundação Getulio Vargas (CPDOC/FGV) em agosto de 2017. Nessa oportunidade, além da história de vida e da sua trajetória profissional, abordou as discussões sobre teorias inflacionárias e os diversos modelos de planos de estabilização, os desafios do Banco Central e seu período na Instituição, entre outras questões.

As entrevistas realizadas com ex-presidentes e ex-diretores do Banco Central em 2016 e em 2017 resultam da retomada do *Projeto Memória do Banco Central do Brasil*. 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 [Chagas] 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: A Família, 15

Capítulo 2: Formação Acadêmica, 21

Capítulo 3: A Volta ao Brasil, 28

Capítulo 4: Os Tempos da PUC, 31

Capítulo 5: O Novo Governo, 36

## **Fotos, 43**

Capítulo 6: O Plano Real, 49

Capítulo 7: O Copom e a Política Monetária, 59

Capítulo 8: A Mudança no Regime Cambial, 62

## **Índice Onomástico, 69**



# Capítulo 1

## A Família

*Seu pai, Lucas Lopes, foi ministro da Fazenda na gestão de Juscelino Kubitschek. Como era sua relação com ele?*

Meu pai foi uma grande figura. Era engenheiro, especializado em locomotivas a vapor, que, depois, se interessou pelas questões relativas à energia elétrica. Ainda no regime Vargas, no Estado Novo, ele participou do governo de Benedito Valadares – governador de Minas Gerais – e, assim, conheceu Juscelino Kubitschek. Benedito havia sido o chefe de polícia da retaguarda da cidade de Passa Quatro, e o Juscelino era capitão-médico da polícia mineira. Eles se conheceram em virtude de um combate que houve na região. Meu pai sempre contava essa história.

*É um combate bem famoso.*

Sim, houve tiros e pessoas morreram. Isso ocorreu em 1932. Depois desse evento, Getúlio nomeou Benedito Valadares interventor em Minas, e Juscelino assumiu como seu chefe de gabinete. Meu pai foi convidado para ser secretário de Agricultura e Indústria. Ele contava que pensou que seria convidado por Benedito para ser presidente da Rede Ferroviária Mineira. Havia alguma relação familiar envolvida, um certo conhecimento. Foi assim que conheceu Juscelino.

Durante o governo Dutra, meu pai trabalhou na Comissão Mista Brasil-Estados Unidos, uma iniciativa muito importante na época. Isso aconteceu em 1945-1946... o Getúlio havia sido deposto. O novo governo precisava de recursos e foi buscá-los nos Estados Unidos. Os norte-americanos indicaram que realizariam os empréstimos mediante a elaboração de projetos. Para isso, foi constituída a Comissão Mista Brasil-Estados Unidos, liderada por Roberto [de Oliveira] Campos e da qual participavam vários diplomatas. Era um grupo muito bom e fizeram diversos projetos.

Quando Juscelino foi eleito governador de Minas, convidou meu pai para ajudá-lo a criar a Companhia Energética de Minas Gerais (Cemig). Nesse período, ele participava também da Comissão Mista, na área de energia elétrica – meu pai nunca foi economista, não teve formação regular em Economia. Essa missão era liderada por Roberto Campos e vários diplomatas. Um grupo muito bom. Quando Juscelino se lançou candidato à Presidência da República, solicitou a meu pai que pensasse em um Plano de Metas, ao que ele respondeu que deveriam chamar o pessoal da Comissão Mista. Na realidade, foram eles que elaboraram o Plano de Metas, por setores econômicos: projetos sobre energia elétrica, projetos sobre transportes, projetos sobre petróleo. Não havia um pensamento macroeconômico, apenas Roberto entendia um pouco do assunto. Então, a função de meu pai no governo Kubitschek foi trazer essa inteligência que estava ligada à Comissão Mista e era liderada por Roberto Campos, especialmente porque, contraditoriamente, ele não gostava do Kubitschek.

Naquela época, havia apenas o Partido Social Democrático (PSD) e a União Democrática Nacional (UDN), e o grupo todo da missão era UDN, Roberto Campos era UDN. Esse pessoal não gostava do Juscelino. Achavam que ele era um demagogo, que tinha apoiado o Getúlio no final. Meu pai serviu como ponte entre esse grupo e Juscelino. Lembro-me de que meu pai achava que ia ser presidente do Banco do Brasil, em uma primeira conversa, quando Juscelino se elegeu presidente.

Antes disso, no entanto, houve um episódio interessante. Quando Getúlio morreu, Café Filho assumiu, pois era o vice-presidente. Ele pediu a Juscelino para indicar um ministro e este indicou meu pai. Essa foi a primeira vez que vim para o Rio, tinha dez anos. Tudo era novidade. Naquela época, levava-se dez horas de automóvel para vir de Belo Horizonte ao Rio. Em geral, as pessoas vinham de trem. O Café Filho não durou muito porque teve complicações de saúde, e quem assumiu em seu lugar foi o presidente do Senado, Nereu Ramos. Houve um governo provisório. Nesse momento, meu pai fez um gesto do qual se orgulhava muito: pediu demissão quando parecia que haveria intervenção no governo para não permitir a candidatura de Juscelino.



Com o pedido de demissão do meu pai, voltamos para Belo Horizonte. Passamos três meses no Rio e voltamos para Belo Horizonte por um ano, até a posse do Juscelino, quando retornamos ao Rio. Meu pai, como mencionei, achava que seria nomeado presidente do Banco do Brasil, que era um cargo relevante. As funções de um banco central estavam concentradas no Banco do Brasil nessa época. Mas Juscelino comentou com meu pai que não poderia indicá-lo para o Banco do Brasil e que seria nomeado para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE). Foi criado, também, o Conselho de Desenvolvimento, que foi o órgão que elaborou o Plano de Metas. Meu pai tornou-se presidente do BNDE e indicou Roberto Campos para superintendente. Ele permaneceu nessa posição por um ano, até substituir José Maria Alkmin no Ministério da Fazenda. Roberto Campos assumiu, então, a presidência do BNDE. Nesse período, o Plano de Metas avançou. Acompanhei bastante esse processo. Aconteciam jantares lá em casa, aos quais compareciam pessoas como Roberto Campos, por exemplo.

Lembro-me de que o meu pai tentava controlar o Juscelino, mas a dificuldade era enorme, porque, além de querer cumprir as metas, Juscelino também queria construir Brasília, sua meta máxima. Existe uma ironia muito grande nessa história de Brasília. Ainda em 1946, meu pai e o próprio Juscelino saíram do governo de Minas Gerais. Meu pai foi ser professor de geografia econômica em Belo Horizonte, e o Juscelino se elegeu deputado constituinte. Meu pai, então, escreveu um memorial sobre a mudança da capital. Ele retomou uma ideia, que já existia nas constituições pré-Getúlio, de mudar a capital. Em 1920, já haviam até feito um marco em Brasília. No entanto, meu pai acreditava que deveríamos retomar esse projeto da mudança da capital, mas construí-la no triângulo mineiro, porque seria muito barato uma vez que seria possível transportar tudo de trem. Juscelino gostou da ideia e a lançou na Constituinte, como projeto. Contudo, se o projeto do meu pai previa que a nova capital seria erguida em uma pequena região do triângulo mineiro, os políticos de Goiás rapidamente indicaram uma região enorme, que incluía a região onde hoje está localizada Brasília, e fizeram uma comissão para a mudança da capital, da qual meu pai participou. Quem conduzia os trabalhos dessa comissão era o general Djalma Poli Coelho. A ironia era que

meu pai, muito influenciado pelo Roberto, estava tentando controlar os gastos do Juscelino que, por sua vez, dizia que a ideia de mudar a capital para Brasília era de meu pai. E Juscelino queria inaugurar a nova capital ainda em seu mandato e, por isso, tudo foi transportado de avião. Aquela maluquice. Foi uma época muito tensa.

Vivi intensamente essa fase em que o meu pai foi, gradativamente, entrando em rota de colisão com Juscelino. Havia ainda outra complicação: meu irmão começou a namorar a Maria Estela, filha do Juscelino, com quem se casou. Lembro-me muito das festas no Palácio Rio Negro. Eu detestava aquelas festas porque tinha que ir a Petrópolis usando terno. Eram festas para adolescentes, e eu era criança. Mas vivi intensamente essa época. O conflito entre meu pai e Juscelino foi se tornando cada vez mais forte, até que meu pai enfartou e, finalmente, Juscelino ficou feliz, livre daquele controle que ele representava.

A essa altura, eu já estava chegando à idade de decidir sobre o que faria na vida. Originalmente, pensara em ser engenheiro químico, mas havia um pequeno problema: sou daltônico e seria complicado um engenheiro químico não conseguir ver a cor da reação. Pensei então em estudar Economia. Quando falei com meu pai, ele insistiu que eu deveria estudar Engenharia, pois havia conversado com o Roberto, que dissera que as escolas de Economia no Brasil eram muito ruins. Apesar da negativa, decidi estudar Economia.

*Como eram esses jantares em sua casa, dos quais participava o ainda jovem professor Roberto Campos?*

O Roberto era uma figura bem impressionante. Quando terminou o governo Kubitschek e teve início o governo Goulart, aquele grupo que havia participado da Comissão Mista fundou a Consultec, uma empresa de consultoria idealizada para elaborar projetos para o BNDE e absorver os diplomatas que estavam envolvidos no projeto, pessoas muito qualificadas e que tinham ficado sem ter o que fazer. Construíram também uma revista chamada *Apec*. Era um grupo, claramente, com pensamento de oposição. O governo estava indo por um caminho populista. Nesse período, conheci um jovem que

havia sido contratado pela empresa: Mário Henrique Simonsen – que acabou sendo muito importante na minha formação. Ele era brilhante e tinha fama de excelente matemático.

Houve um episódio engraçado. Em um desses jantares, as pessoas estavam reunidas esperando para ver o Mário Henrique Simonsen, que daria uma entrevista na televisão. Todos se reuniram porque “o Mário vai aparecer na televisão”. Então, ele aparece na televisão – ainda era em preto e branco – e, de repente, desaparece. A cadeira caiu. Ao vivo. Era tudo realizado ao vivo. O Mário foi dar a entrevista e caiu.

Lembro-me também de alguns debates entre meu pai e meu irmão. O meu irmão, já um pouco mais velho, era próximo do círculo do governo Juscelino. E meu pai tinha uma enorme antipatia pelo desenvolvimentismo de Kubitschek. Meu irmão formou-se em Engenharia e trabalhava como engenheiro de Furnas, e era muito influenciado pelo ambiente, vamos dizer assim.

*Seu irmão casou-se com Maria Estela?*

Sim, casou com a Maria Estela. Chamava-se Rodrigo Paulo de Padua Lopes, faleceu faz dois meses.<sup>1</sup> Lembro-me de que, em um desses jantares, o Rodrigo perguntou ao Roberto assim, à queima-roupa: “Ministro, vou lhe fazer aquela velha pergunta sobre como o dinheiro utilizado para fazer uma usina, uma indústria, pode ser inflacionário?”. O Roberto, com aquele jeito dele, respondeu que o problema é que não se podem carimbar as notas. Se pudesse, estaria tudo bem. O Roberto nunca foi muito simpático à família Kubitschek. Não tinha a menor simpatia pelo Juscelino e, claro, tornou-se uma peça-chave no início do regime militar.

Quando ocorreu o golpe, em 1964, eu estava no início da faculdade. Meu pai, obviamente, achou o golpe muito bom, porque o governo de Goulart passava por um descontrole total. Lembro-me de que, um dia, apareceu lá em casa o Alexandre Kafka para falar com meu pai. Eu assisti a essa conversa. O Alexandre, uma figura muito

---

1 Rodrigo Paulo de Padua Lopes faleceu em junho de 2017.

simpática, queria entender por que meu pai andava dizendo que era preciso fazer um tratamento de choque para a inflação. Meu pai achava que algo mais forte deveria ser feito, algo que resolvesse logo a inflação, porque, senão, o problema não se resolveria nunca. Foi nessa conversa que, pela primeira vez, ouvi falar sobre a ideia de uma solução rápida para a inflação. Mas, então, veio o regime militar que, no início, parecia que seria razoável, mas que, com [Humberto de Alencar] Castelo Branco, se desvirtuou. Houve uma perseguição muito violenta e injusta contra o Juscelino. Meu pai, aos poucos, também foi se tornando bastante crítico ao regime militar.

## Capítulo 2

### Formação Acadêmica

Ingressei na universidade em 1964. Estudei na UFRJ [Universidade Federal do Rio de Janeiro], no *campus* da Praia Vermelha, de 1964 a 1967. Tinha muito interesse em matemática, mas, de maneira geral, a faculdade, com algumas raras exceções, era bem ruim. Sempre pensei em fazer uma pós-graduação, uma extensão. Naquela época, havia um curso no Cendec, do Ipea, dirigido pelo Og Leme. Era quase um curso de mestrado que fazíamos no último ano de faculdade. Era bom, com bons professores. Tive aulas com o Affonso [Celso] Pastore sobre um artigo estruturalista do Eckaus, muito famoso na época.<sup>2</sup> Era um artigo interessante. Enfim, era um mundo bem diferente. Depois disso, fiz o exame para a Fundação Getulio Vargas (FGV), onde estava o Mário Henrique, que trabalhava na Consultec, e que eu já conhecia daqueles jantares na minha casa.

*Ainda sobre a UFRJ, como era o currículo naquela época?*

Bom, a UFRJ era a única opção. O Roberto tinha razão, não havia muita opção.

Alguns nomes conhecidos lecionavam lá, como o Octavio Gouvêa de Bulhões – mas não tive aulas com Bulhões –, o Rui Nogueira, o Jessé Montello e o Julian Chacel. Rui Nogueira e Jessé Montello eram atuários famosos. O Chacel foi da FGV, que era uma escola muito melhor. No início, na FGV, havia o CAE [Centro de Aperfeiçoamento de Economistas], que não dava o título de mestrado. Depois, o CAE tornou-se a EPGE.

Então, havia apenas a UFRJ, que era muito irregular. Quem tinha mais interesse, como eu, estudava sozinho. Naquela época, havia o

---

<sup>2</sup> ECKAUS, R. S. The factor proportions problem in underdeveloped areas. *American Economic Review*, v. 45, n. 4, 1955, p. 539-565.

famoso grupo de estudos sobre o livro do Celso Furtado, *Formação econômica do Brasil*, do qual eu fazia parte. Esse complemento era fundamental. Era de bom tom que houvesse um grupo de estudos para ler aquele livro que, aliás, não é um livro ruim.

A Maria da Conceição [de Almeida] Tavares foi minha professora. Ela era extremamente desorganizada, e suas aulas eram verdadeiros comícios. Foi paraninfa da minha turma. Suas aulas eram muito caóticas, ela falava sobre tudo, sobre a conjuntura, sobre o que estava acontecendo. Fazia o maior sucesso. Ela tinha uma assistente que fazia a gente ler um livro-texto de macro, o que foi bom. Aprendi macroeconomia ali. Também aprendi um pouco de micro e tive bons professores de matemática, que eram os atuários. Eles eram professores bem interessantes e muito bem formados. Tive aulas com o Jessé Montello, que depois também me deu aulas na Fundação, com o Rui Nogueira e o [Antonio] Dias Leite.

Depois, fui para a FGV fazer o mestrado. Fiquei em dúvida se cursaria na FGV ou no IPE [Instituto de Pesquisas Econômicas da Universidade de São Paulo] que tinha acabado de ser criado na USP, com a turma do Delfim. Cheguei a ir lá um dia para ver, mas achei que seria muito trabalhoso mudar-me para São Paulo. Resolvi fazer na Fundação mesmo, com o Mário Henrique, que era um cara excepcional, muito inteligente. Ele não teve formação em Economia, mas em Engenharia. Fez um curso de engenharia econômica à noite e leu o que podia sobre Economia. Ele tinha o hábito de aprender escrevendo. Então, quando ele colocava na cabeça que queria aprender algo, escrevia um livro sobre o assunto. O curso da EPGE era baseado nos livros do Simonsen. Ele ainda dava aulas escrevendo no quadro, e seus livros eram cheios de exercícios que devíamos resolver. A EPGE tinha um regime quase integral. Você ficava preso lá, em um box. Cada box tinha quatro pessoas. Tínhamos até que bater ponto.

*Aluno de mestrado batendo ponto?*

É, batendo ponto. Havia uma figura folclórica, o Ney Coe de Oliveira, que era quem administrava isso. Se alguém chegasse atrasado, como eu sempre chegava, ele descontava do valor da bolsa mensal que recebíamos.

Aprendi muito com o Simonsen, de forma não convencional, sem nenhuma ligação com a academia internacional. Ele tinha um estilo muito próprio. Foi uma formação sólida, com muita ênfase em matemática. Pude perceber esse diferencial quando fui para Harvard. Eu tinha uma formação em matemática muito mais robusta que os americanos. Eu sabia resolver condições de segunda ordem de maximização, coisas assim, porque ele nos colocava para fazer exercícios. Foi uma formação muito boa. Era uma figura muito folclórica que, quando dava aulas, andava e fumava o tempo todo, com o giz em uma mão e o cigarro na outra. Às vezes, ele colocava o giz na boca. Quando ia almoçar, às vezes retornava meio de porre, era uma figura! Superintenso. Amante de música clássica.

Eu e Dionísio Dias Carneiro éramos colegas na EPGE e, ambos, fizemos a graduação na UFRJ. Éramos influenciados por um pensamento mais de esquerda. Era a época da ditadura e vários ex-colegas nossos estavam na clandestinidade. Uma menina com quem me relacionei por um tempo foi morta, a Soninha, que foi casada com o filho da Zuzu Angel. A ditadura foi uma coisa absurda.

*O senhor foi então da geração do Dionísio e não do Edmar [Lisboa] Bacha?*

Não, o Bacha era mais velho. O Bacha tinha vindo de Minas, passado pelo CAE e ido para a Universidade de Yale. Ele estava uns dois anos na minha frente, se não me engano.

*Todo mundo passava pelo Cendec?*

Muitos faziam o curso do Cendec, que era bom. As aulas eram boas. O Og Leme, o diretor do Cendec, gostava muito de Chicago e encaminhou muitos estudantes para lá, como o Langoni. Antes do Cendec, havia um curso oferecido pelo Simonsen no Conselho Nacional de Economia. Com o fim dessa iniciativa, surgiu o Cendec, formado pela turma do Ministério do Planejamento. Era um curso gratuito, que conseguíamos fazer concomitante à faculdade, sem problemas. E era uma boa preparação para o mestrado. Depois desse curso, fui para a EPGE e tornei-me um bom aluno. Eu entendia muito bem a cabeça do Simonsen, parecia que eu já sabia o que ele ia

pedir nas provas. Fazia com prazer todos os exercícios. Era afiadíssimo neles, só tirava dez.

Isso foi depois de 1967, quando terminei a faculdade. Entrei em 1968, ano do AI-5 [Ato Institucional 5]. Estava na EPGE quando passou o cortejo com o estudante que foi morto no Calabouço.<sup>3</sup> Eu tinha uma relação complicada com o Simonsen porque ele era muito ligado ao meu pai e ao grupo que, naquela época, eu considerava muito conservador. Era a turma que apoiava a ditadura. Eu era um cara mais aberto, pensando em desenvolvimento. Havia alguns economistas ligados nessas ideias, como o Aníbal Vilela, que foi diretor do Ipea.

Quando entrei na EPGE, tinha muito prestígio com o Mário Henrique. Em primeiro lugar, porque era filho do Lucas, que o tinha iniciado na carreira e, em segundo, pelas minhas notas. Conseguimos fazer com que o Mário Henrique chamasse a Conceição para dar um curso na EPGE. Quando ela assistiu à primeira aula do Mário, fez uma bagunça, não deixou que ele desse a aula. Foi quando ele decidiu que ela não poderia dar um curso como o de teoria macroeconômica ou o de microeconomia, só poderia dar aulas de finanças públicas.

*O único ponto em comum entre Conceição e Mário Henrique era o cigarro?*

O cigarro. A Conceição também sempre foi muito grata ao Simonsen por tê-la ajudado durante a ditadura. Houve um momento em que ela seria presa e ele interveio. Não lembro exatamente como aconteceu, se ela ia para o Chile ou se estava voltando, alguma coisa assim. Mas ele era um sujeito que estava no espírito da época e apoiava a ditadura.

*Após o término do curso na FGV, como foi o processo para ir para Harvard?*

Estudei na Fundação e tive uma ótima formação. Só tirava notas boas. Lá conheci o Werner Baer, que faleceu faz pouco tempo e que, naquela época, era professor na Universidade de Vanderbilt. Ele foi muito importante na minha carreira.

---

3 Edson Luís de Lima Souto (1950-1968) foi um estudante secundarista brasileiro morto em um confronto no restaurante Calabouço, no centro do Rio de Janeiro. Seu assassinato marcou o início de um ano turbulento de intensas mobilizações contra o regime militar.



Naquele período, estava em vigor a Aliança para o Progresso, programa do governo norte-americano que concedia bolsas a estudantes. Esse programa havia realizado um acordo com a Universidade de Vanderbilt, que, por sua vez, estabeleceu outro acordo com o pessoal do Ipe-USP para o encaminhamento de alunos para fazer pós-graduação lá. Werner tinha uma certa disputa com Mário Henrique, algum ciúme pelo brilhantismo dele. Então, ofereceu-se para encaminhar-me para os Estados Unidos. Não apenas eu, mas também Dionísio e um outro rapaz, chamado Jacyr Heronville [da Silva JR.]. Fomos convidados a participar do programa. Jacyr era da turma seguinte, um rapaz de muito valor. Tinha sido alfaiate, mas tinha conseguido estudar e era muito bom aluno. Werner sugeriu que eu tentasse ir para Harvard porque, segundo ele, os brasileiros tinham péssima fama naquela Universidade. Ele mesmo encaminhou uma carta de recomendação muito forte para Harvard. Cada um de nós se candidatou a uma universidade de prestígio. O Dionísio tentou Princeton e o Jacyr, Yale. O único que não foi aceito, por ironia, foi Dionísio, que acabou indo para a Vanderbilt. O combinado com o Werner, era que quem não fosse aceito iria para a Vanderbilt.

Assim, fui para Harvard, com duas cartas de recomendação: uma do Werner, que foi decisiva, e a outra do Simonsen. Quando fui pedir a carta ao Mário Henrique, ele me disse: “Escreve aí que eu assino”.

Fui para Harvard em 1969. Quando cheguei lá, soube que o Costa e Silva adoecera e que Médici havia assumido. Naquela época, havia uma banca na Harvard Square, uma praça central da região da universidade, que vendia o *Jornal do Brasil* com uns dez dias de atraso. Era o que se conseguia. Eu acompanhava os acontecimentos no Brasil dessa forma. Telefonar para o Brasil, naquela época, também era muito complicado. Era preciso pedir a ligação a uma telefonista que tentava se conectar com a rede de telefones do Brasil, sempre reclamando da incompetência brasileira. Se a ligação completasse, ela te ligava de volta. E era muito caro. Em geral, nos comunicávamos com quem estava no Brasil por cartas. De vez em quando, penso: como é que o mundo funcionava assim? Mas funcionava.

### *Quais foram os professores mais marcantes em Harvard?*

Em Harvard, a turma era grande, e eles partem do pressuposto de que, se você foi aceito, é bom aluno. Então, cuidam muito pouco dos alunos, dão liberdade total. Além disso, havia uma disputa no departamento porque alguns professores que, tradicionalmente, tinham muito poder, queriam que o currículo tivesse dois cursos de história econômica. Fiz um curso de história agrária da Europa, que foi interessante, e estudei a questão da distribuição de renda na Inglaterra. Tínhamos que pesquisar autores muito antigos, como Gregory King,<sup>4</sup> que escreveu em 1700. Harvard tem a segunda melhor biblioteca dos Estados Unidos, perde apenas para a biblioteca do Congresso. Foi bem legal. Os professores eram bastante exigentes, era preciso fazer muitas leituras e tinha-se que prestar exame em história econômica.

A escola não era muito forte em teoria econômica. Contudo, tive um bom professor de macroeconomia, [Martin] Feldstein, que nos fez ler o livro do [Don] Patinkin sobre moeda,<sup>5</sup> que foi muito bom. Uma área forte em Harvard era a de finanças públicas. Havia um professor, famoso na área, o [Richard Abel] Musgrave. Todo mundo fazia o curso de finanças públicas. A parte monetária, porém, era fraca e os professores eram muito antigos. Havia a área de desenvolvimento e, como eu era originário de um país subdesenvolvido, foi natural participar do grupo que trabalhava na construção de modelos de insumo-produto para estudar economias em desenvolvimento. Participava desse grupo o Lance Taylor, que era amigo do Edmar Bacha. Trabalhei com o grupo e, ali, finalizei minha tese que era um modelo de insumo-produto simulando efeitos da distribuição de renda no crescimento.

### *Qual foi o título da sua tese?*

A minha tese chamava-se *Inequality planning in the developing economy* ou, em português, *Planejamento da desigualdade na economia em*

---

4 Gregory King (1648-1712) foi um genealogista e estatístico inglês.

5 Don Patinkin. *Money, interest and prices*. New York: Harper & Row, 2 ed.

*desenvolvimento*. Era um modelo insumo-produto.<sup>6</sup> Passei seis meses em um centro de informática. Naquela época, ainda se usavam os cartões perfurados e, por isso, me tornei especialista em máquinas de perfurar cartões. Era preciso programar a máquina em Fortran para entrar com os dados. Havia uma matriz de insumo-produto no Brasil, que um economista holandês, van Rijckeghem, construiu em 1970, ou antes.<sup>7</sup> Ele fez a primeira e, até então, única matriz de insumo-produto que tínhamos no Brasil. Eu usava essa matriz, mas, para os vetores de demanda final por setor não existiam dados. Então, usei dados do México e da Coreia. A experiência no centro de computação foi muito interessante. Algumas pessoas moravam no subsolo do laboratório de programação. Era a época dos hippies. Naquela época, nos Estados Unidos, havia uma forte contestação política em relação à guerra do Vietnã. Havia greves, manifestações, colocavam cruces no campus, esse tipo de coisa.

---

6 A teoria da matriz insumo-produto foi desenvolvida pelo economista russo Wassily Leontief. Como o próprio nome sugere, essa teoria permite a identificação da interdependência das atividades produtivas no que concerne aos insumos e produtos utilizados e decorrentes do processo de produção.

7 VAN RIJCKEGHEM, Willy. The 1959 input-output table for Brazil. Ipea, *Working Paper*, August, 1967 (mimeo).

## Capítulo 3

### A Volta ao Brasil

*Como foi seu retorno ao Brasil?*

Quando voltei para o Brasil, meu pai me disse que Mário Henrique queria muito que eu fosse para a Fundação [FGV]. Eu ainda considerava o Mário uma pessoa muito conservadora. Eu era mais aberto. Foi então que Edmar Bacha, com aquela conversa que lhe é característica, surgiu com a proposta de criar um departamento de Economia na Universidade de Brasília, que seria a “Cambridge do Planalto”.<sup>8</sup> Ele mencionou também que Lance Taylor, meu orientador no doutorado, viria ao Brasil para visitar o novo departamento. Achei a ideia de termos uma Cambridge ótima. Eu pensava em seguir a vida acadêmica. Não tive a opção de fazer carreira acadêmica nos Estados Unidos porque a bolsa que o governo norte-americano concedia era atrelada a um tipo de visto com o qual não se podia permanecer lá. Era preciso retornar ao Brasil e permanecer por dois anos no país para poder voltar. A menos que o bolsista se casasse com uma americana. Mas eu nunca tive a ideia de ficar nos Estados Unidos. Eu era um idealista, queria contribuir para o desenvolvimento do meu país.

A turma do Werner era menos conservadora, não eram de esquerda, estavam mais alinhados ao centro, politicamente falando, e foi com eles que me aliei para fazer a “Cambridge no Planalto”. O Dionísio veio também. Ele havia terminado os cursos do doutorado, estava em Vanderbilt.

Bom, lá fomos nós. Naquela época, Brasília era muito ruim, e a relação custo-benefício não era boa, principalmente por estarmos morando longe do restante da família, que permanecia no Rio. E, claro, houve um choque de realidade. Quando o Edmar Bacha disse

---

8 Referência ao Departamento de Economia na Universidade de Brasília, em meio ao Planalto Central.

que queria fazer a “Cambridge do Planalto”, não explicou se era a Cambridge dos Estados Unidos ou a da Inglaterra. A primeira turma do mestrado tinha muita gente boa, como a Eliana Cardoso e outros que estão aí até hoje, destacando-se em vários postos. Mas, de forma geral, a turma esperava um curso bem mais Cambridge-Inglaterra do que Cambridge-Massachusetts. O Dionísio e eu ensinávamos microeconomia, teoria formal. Eu estava interessado na Teoria do Bem-Estar, aqueles temas que o Amartya Sen estuda, mas os alunos não gostaram e houve reação. Comecei a pensar em voltar para o Rio. Um dia, o Dionísio veio ao Rio e ia se encontrar com o Simonsen. Pedi a ele que perguntasse ao Mário se a oferta de trabalhar na FGV no Rio ainda estava valendo. Simonsen respondeu que sim, que podíamos voltar para o Rio – tanto Dionísio quanto eu. Foi o que fiz. Cheguei a Brasília em setembro de 1972 e, no final de 1973, voltamos para o Rio, para a EPGE.

No período em que estivemos fora, haviam ocorrido mudanças na EPGE. O [Carlos Geraldo] Langoni tinha assumido uma posição de comando e tinha trazido para a instituição algumas pessoas de Chicago, um pessoal que não tinha sido aluno do Simonsen. Para nós, ser aluno do Simonsen era certificado de qualidade: se você não tivesse sido aluno do Simonsen, não tinha qualidade. Só que quando chegamos à EPGE, o Simonsen foi logo convidado para ser ministro do governo Geisel. Então, surgiu a dúvida: quem será o novo diretor da EPGE?

Lembro-me de que, quando fomos comunicar ao Bacha que iríamos para a Fundação – que foi, mais ou menos, como se um bispo estivesse dizendo para o papa que iria abandonar a Igreja –, ele perguntou: “Você vai para a Fundação, com Langoni? Com aquele pessoal de Chicago? Não é possível!”. Eu respondi que era uma escola boa, que tinha o Simonsen e que eu iria mesmo.

Então, assim que chegamos, surgiu a questão de quem seria o diretor da EPGE. Houve um conflito entre os ex-alunos do Simonsen, como nós, o Alfredo Luiz Baumgarten, que era do Ibre [Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas], e o Augusto Jefferson – que era o braço direito do Simonsen – e a turma do Langoni. Ele

estava trazendo o pessoal de Chicago que, em nossa opinião, era malformado porque não havia feito o curso com o Simonsen, como já mencionei. Houve então uma solução de compromisso para eu e Dionísio permanecermos na EPGE, e eu me tornei subdiretor de Ensino. Houve uma divisão na escola, mas permanecemos. Um ano depois, conseguimos trazer o Rogério [Ladeira Furquim] Werneck, que também havia estudado em Harvard. Enfim, havia uma clara distinção entre a corrente de Chicago, que defendia, basicamente, o livre mercado, a liberdade total, e nós, que éramos um pouco confusos e tínhamos muita influência do Simonsen. Mas, naquela época, o Simonsen fazia controle de preços! Ele escreveu alguns textos muito interessantes, que nunca foram publicados, sobre como fazer controle de preços de forma eficaz. Enfim, conseguíamos conviver.

Nesse período, assessoramos um pouco o Simonsen e o pessoal que estava no CIP,<sup>9</sup> o órgão de controle de preços industriais. O Brasil é mesmo um país interessante: foram os ministros do período da ditadura, como o [Antônio] Delfim Netto, que criaram o controle de preços. Delfim administrava os preços do feijão e de outros produtos básicos com forte impacto nos índices de preços. A economia era muito mais controlada do que é hoje. E Simonsen continuou com a prática. Note-se que já havia uma estrutura de controle de preços, ele apenas tentou dar uma racionalidade àquilo.

O Simonsen fazia exposições de motivos para o presidente Geisel que eram verdadeiros *papers* de Economia, inclusive com equações matemáticas. Uma questão que se discutiu muito à época era a política salarial. Simonsen criou uma regra, uma equação para a política salarial, que tinha propriedades interessantes: permitia controlar os salários e fazer a inflação baixar, sem destruir o poder de compra dos salários. Ele tinha uma intenção muito boa. Fomos muito influenciados por suas ideias, inclusive quando participamos do Plano Cruzado. Estudávamos com prazer seus *papers* para o Geisel. Tínhamos dúvidas se Geisel entendia alguma coisa. O presidente [João Baptista de Oliveira] Figueiredo fingia que entendia. Adorava fingir que entendia e discutir as equações com o Simonsen.

---

9 O Conselho Interministerial de Preços, CIP, foi instituído pelo Decreto 63.196, de 29 de agosto de 1968.

## Capítulo 4

### Os Tempos da PUC

*Quando o senhor foi para a PUC-Rio? O senhor participou da criação do curso de pós-graduação?*

A história foi a seguinte: a relação com Langoni começou a ficar complicada. Nós brincávamos que os professores que o apoiavam queriam dar um curso de teoria dos preços. Nós achávamos que deveríamos dar um curso de teoria de quantidades e de preços. Havia uma certa antipatia com as ideias muito exageradas de Chicago. Não acho que Friedman tenha tido alguma contribuição relevante para a ciência econômica, só fazia política. Éramos como o Simonsen, tínhamos uma orientação de centro, racional, mas sem exageros ideológicos. Então, a relação com Langoni foi se desgastando e, em determinado momento, lembro-me de conversar com o Dionísio sobre sairmos da EPGE. O Langoni nunca aceitou a solução que o pessoal do Simonsen havia criado, de partilhar o poder conosco. Depois, ele se tornou presidente do Banco Central, com o Delfim.

Dionísio e eu cogitamos criar um departamento novo na Universidade Católica de Petrópolis. Conversamos com o reitor, uma figura bem estranha, diga-se de passagem, que parecia ter saído de um livro medieval. Dissemos que queríamos criar um curso de mestrado e que conseguiríamos o financiamento, mas eles não se entusiasmaram com a ideia. Foi quando o Luiz Roberto Cunha, grande amigo do Alfredo Baumgarten e do Dionísio e que era daquele grupo que assessorava o Simonsen, nos convidou para irmos para a PUC-Rio. Conseguiríamos um financiamento e poderíamos criar o curso de mestrado na PUC com um enfoque bem acadêmico. Conversamos com o José Pelúcio Ferreira, o então presidente da Finep [Financiadora de Estudos e Projetos], e conseguimos o financiamento para criar o departamento. Eu, o Dionísio e o Rogério saímos da Fundação.

Tivemos redução de salário, mas estávamos bem, criando um curso sério em uma universidade séria.

O Langoni seguia a linha de Chicago, e nós éramos meio keynesianos. Não tínhamos nenhuma relação com a Cepal [Comissão Econômica para a América Latina e Caribe],<sup>10</sup> éramos mais de centro. E o mestrado que criamos na PUC recebeu o título de Mestrado em Economia do Setor Público, ou seja, tinha um pouco esse viés.

*Quando vocês criaram o curso, o Bacha decidiu ir para a PUC?*

Nesse momento, Bacha já não estava mais em Brasília, morava nos Estados Unidos com Eliana, então já sua esposa, que fora fazer doutorado no MIT. Edmar, assim que voltou ao Brasil, juntou-se a nós na PUC. Fizemos contato também com Malan que estava no Ipea [Instituto de Pesquisa Econômica e Aplicada]. Ele e Langoni tinham uma desavença devido a algo relacionado ao papel da educação na distribuição de renda. Malan era economista do Ipea, um órgão do governo que tinha uma postura meio esquizofrênica e de contestação ao próprio governo. Tanto era assim que algum tempo depois, já em 1979, quando Simonsen assumiu o Ministério do Planejamento e me convidou para ser superintendente do Ipea no Rio, sua única exigência foi que Malan fosse demitido, por ser contestador e “meio de esquerda”. Conversei com o Malan sobre a posição do Simonsen e sugeri que fosse para o meu lugar na PUC, ele concordou.

Voltando ao projeto da PUC: em 1977-1978, demos início ao mestrado. O Bacha se juntou a nós. Era o mestrado sério com que sempre tínhamos sonhado: um mestrado em uma universidade séria, sem envolvimento político. Quando participei do governo, em 1979, me licenciei da PUC por seis meses, retornando em seguida. Começou, então, a segunda crise do petróleo, em 1979, e o Brasil quebrou em 1982. Houve uma redução brusca nos salários, no poder de compra. Sentíamos que estávamos ficando mais pobres. A inflação não parava de subir. Foi, então, que começamos a desenvolver a teoria

---

10 A escola de pensamento cepalina era conhecida por seguir a linha de pensamento de Raul Prebisch.



da inflação inercial. Essa teoria foi muito importante e teve forte influência do Simonsen. Ele havia escrito alguns textos interessantes sobre a inflação.<sup>11</sup> Começamos a trabalhar com o tema e a desenvolver essas ideias. Comecei a elaborar modelos econométricos e a fazer regressões, dentro das minhas atividades de vida acadêmica na PUC.

A ideia de um choque como estratégia para combater a inflação começou a surgir. Até então, o entendimento dominante era de que o combate à inflação deveria ser gradual. Era “o gradualismo”, defendido pelo próprio Simonsen: as medidas deveriam ser implementadas de modo a obter uma queda gradual da taxa de inflação.

Em 1984, escrevi um artigo com um título bem extravagante – como, às vezes, gosto de fazer –, dizendo que só um choque resolveria a inflação no Brasil.<sup>12</sup> No artigo, argumentava que o professor Bulhões defendia, com razão, que era preciso fazer um choque e acabar com a correção monetária. Ele tinha uma ideia, não muito bem articulada, que denominei de choque ortodoxo. Mas, na minha opinião, para funcionar, o choque teria que ser heterodoxo, porque o problema da inflação no Brasil era a inércia. A inflação brasileira já havia ficado tão crônica que o principal mecanismo da inflação era a reprodução da própria inflação. A partir dessa ideia, teve início a construção da teoria da inércia. Conseguimos elaborar uma explicação fácil de entender. As pessoas perguntavam se a inflação era causada pelo *deficit* público e respondíamos que não, o *deficit* era uma consequência da inflação, e não sua causa. Com inflação alta, a conta de juros nominais ficava astronômica, o *deficit* público ficava astronômico. A causa da inflação era a inércia. Há inflação hoje porque houve inflação ontem. O que precisava ser feito era quebrar essa relação. Romper a relação era o primeiro passo. Depois, consertava-se o resto.

---

11 SIMONSEN, Mário Henrique. *Inflação: gradualismo versus tratamento de choque*. Rio de Janeiro: Apec, 1970; DORNBUSH, Rudiger e SIMONSEN, Mário Henrique (eds.). *Indexation: current theory and the Brazilian experience*. Em *Inflation, debt and indexation*, Cambridge (Mass.): MIT Press, 1983; SIMONSEN, Mário Henrique. Desindexação e reforma monetária. *Revista Conjuntura Econômica*, nov., 1984.

12 LOPES, Francisco. Só um choque heterodoxo pode derrubar a inflação. *Economia em Perspectiva*, ago., 1984.

Nessa época, houve um contato bem interessante com os argentinos. Eles foram influenciados por nós quando elaboraram o Plano Austral.<sup>13</sup>

*A Miriam Leitão cita em seu livro<sup>14</sup> que o senhor ficou conhecido, no círculo de economistas, como um dos co-autores do Plano Austral, em virtude da sua colaboração.*

É, teve um pouco disso, mas foi exagero. Eu tinha um amigo argentino que dizia que, na Argentina, tudo de bom que acontece atribuem a um brasileiro e tudo de ruim, a eles. Então, houve um certo exagero. O que houve, de fato, foram conversas. Quando estávamos começando a pensar na questão da inércia, fomos a uma reunião em Buenos Aires, a partir de um convênio que a PUC mantinha com o Cedec [*Centro de Estudios para el Desarrollo Económico y Social*] em Buenos Aires. Fazia parte desse centro de estudos um grupo de economistas que assumiu o poder no governo [Raul] Alfonsín, quando [Juan Vital] Sourrouille assumiu o Ministério da Economia. Um deles se chamava [José Luis] Machinea que, alguns anos depois, chegou a ser ministro da Economia na presidência De La Rúa. Perguntamos a eles porque não faziam um choque na Argentina e eles se interessaram pela nossa ideia. Enviamos alguns *papers* para esses economistas argentinos. No Brasil, já tínhamos evoluído para essa discussão de choque. A primeira ideia era sobre a necessidade de se fazer um congelamento temporário de preços para interromper a relação dos preços do passado com os preços do presente. O Persio Arida teve a ideia de indexar todos os preços à OTN [Obrigações do Tesouro Nacional].<sup>15</sup> O André [Pinheiro de] Lara Resende sugeriu que a

---

13 O Plano Austral foi um plano de estabilização implantado na Argentina em 14 de junho de 1985. As principais medidas de política econômica incorporavam, entre outras: a) congelamento de preços, salários e tarifas de serviços públicos por tempo indeterminado; b) reforma monetária com a substituição do peso argentino por nova moeda de curso legal, o austral, a uma paridade de 1000 pesos argentino por austral; c) estabelecimento de taxa de câmbio fixa de 80 centavos de austral por US\$; d) compromisso oficial de não financiar o *deficit* fiscal com emissão monetária e de associar o crescimento da base monetária exclusivamente ao aumento das reservas internacionais. Ver ROZENWURCEL, Guillermo. *Inflação e estabilização na Argentina: o Plano Austral*. Em ARIDA, Persio et all. *Inflação zero – Brasil, Argentina e Israel*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986, pp 37-60.

14 LEITÃO, Miriam. *Saga brasileira: a longa luta de um povo por sua moeda*. Rio de Janeiro: Ed. Record, 2011.

15 As OTN sucederam as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) a partir da edição do Decreto-Lei 2.284, de 10 de março de 1986. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htmls/infecon/finpub/cap7p.pdf>.

OTN se tornasse uma moeda indexada. Houve um intenso debate. Escrevi um *paper*, que está como anexo no livro que foi editado em homenagem ao Dionísio.<sup>16</sup> É um anexo contando um pouco sobre essa história.

Eu estava estudando muito sobre hiperinflação, sobre como ela termina. Basicamente, as hiperinflações acabam por meio do congelamento do câmbio, que é uma forma de interromper a relação com os preços do passado. Isso porque a economia migra para uma indexação ao dólar, e, quando o valor do dólar é congelado, da noite para o dia, acaba-se com a hiperinflação. É muito simples. Manter a inflação baixa depois desse momento, já é outro desafio. Contudo, o truque inicial para interromper o processo, no caso de uma hiperinflação, é simples. Na verdade, não há nenhuma relação com a moeda. De certo modo, há uma mudança de moeda. Houve um trabalho intelectual muito interessante. Havia dúvidas, é claro. O próprio Simonsen participou do processo. Houve um seminário na Fundação, do qual Simonsen participou, em que ele propôs a criação de uma nova moeda, a UMB [Unidade Monetária Brasileira].

Então, os argentinos fizeram o Plano Austral e, logo depois, fui a Buenos Aires conversar com eles. O plano estava apresentando problemas porque houve o congelamento, mas a inflação não foi para zero. A rigor, o congelamento só fazia sentido, como foi feito em Israel, como medida temporária e, basicamente, para interromper a indexação de salários e de rendimentos. É preciso quebrar a indexação de custos. Então, surgiu a ideia de tentar algo semelhante no Brasil. Nessa época, eu fazia palestras e dizia para plateias basicamente incrédulas que tínhamos que fazer como os argentinos, fazer um choque.

---

16 LOPES, Francisco Lafayette de Padua. Saudades de um amigo especial. O pensamento da PUC-Rio sobre política de estabilização e a contribuição de Dionásio Dias Carneiro<sup>3</sup>. Epílogo 2 em CUNHA, Luiz Roberto A., LEOPOLDI, Maria Antonieta e RAPOSO, Eduardo (org). *Dionísio Dias Carneiro, um humanista cético: uma história da formação de jovens economistas*. Rio de Janeiro: Ed. PUC-Rio, LTC, 2014.

## Capítulo 5

### O Novo Governo

*Em 1984, a discussão sobre realizar ou não um choque de preços estava acontecendo, no Brasil, em meio a um ambiente de mudanças políticas. O senhor teve oportunidade de conversar com Tancredo antes de ele morrer?*

Sim, tive essa oportunidade. Um dia, meu pai disse que tínhamos que ajudar Tancredo porque ele precisava agir como Roosevelt no *New Deal*. Meu pai e Tancredo se conheciam de Barbacena, em Minas. Meu pai disse isso a mim e ao meu irmão. Então, marcou um encontro com o Tancredo e fomos os três a Brasília. Eu havia escrito um texto com a proposta do Plano Cruzado,<sup>17</sup> meu irmão escreveu um em que abordava a necessidade de se fazer uma nova aliança e meu pai escreveu outro sobre Harry Hopkins, o braço direito de Roosevelt na época da Grande Depressão e que teve papel relevante na recuperação do país. Encontramos com ele em seu escritório eleitoral, um prédio comum. Não havia mais ninguém além de uma secretária. Estava sozinho e aparentava estar bem cansado. Ele queria conversar sobre a família, relaxar. Conversamos um pouco, e ele disse que havia comentado com Celso Furtado sobre estar preocupado com a pressão no setor agrícola. Ao final, apresentei a proposta de criação de uma nova moeda, o Cruzado.

*Já com esse nome?*

Sim, já com esse nome. Poucas pessoas sabem, mas fui a pessoa que deu nome a duas moedas no país, sem falsa modéstia. Tanto Cruzado quanto Real foram nomes que eu sugeri. Lembro-me de o Sarney ter gostado da proposta do Cruzado porque lembrava a moeda de 400 réis da sua infância. Narro um pouco mais sobre esse momento no livro *O desafio da hiperinflação*.<sup>18</sup>

---

17 LOPES, Francisco Lafayette de Padua. O pacto nacional de estabilização da moeda. *Gazeta Mercantil*, 1º de fevereiro de 1985.

18 LOPES, Francisco Lafayette de Padua. *O desafio da hiperinflação: em busca da moeda real*. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

No meio da reunião, Tancredo interrompe a conversa para falar com Sarney. Tancredo tentava acalmá-lo, pois estava bastante nervoso. Naquele momento, não estava claro se algo que negociavam seria bem-sucedido, havia vários riscos, já que a eleição foi indireta.

Pouco tempo depois, Tancredo morre e Sarney assume, convidando [Francisco] Dornelles para ser ministro da Fazenda. Dornelles, então, me convidou para assumir uma das diretorias da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Segundo ele, o Tancredo teria lhe pedido que convidasse a mim e ao filho do Otto Lara para ocupar cargos no governo. Não entendia muito de mercado de capitais, de modo que agradei e recusei.

*Para o André Lara Resende ele fez o mesmo convite?*

Sim. Ele me disse que também convidaria André para assumir uma das diretorias da CVM, mas ele também não aceitou.

Dornelles indicou [Antônio Carlos] Lemgruber para assumir a presidência do Banco Central. Seria o pessoal da Fundação no BCB. Em determinado momento, Dornelles sai do ministério. João Sayad, que era amigo do pessoal da PUC, continuou como ministro do Planejamento. Em substituição a Dornelles, assumiu o [Dílson Domingos] Funaro, que convida Fernão [Carlos Botelho] Bracher para ser presidente do Banco Central. Bracher, então, convidou o Persio e o André [Lara Resende] para serem diretores. O Persio assumiu a Diretoria de Política Monetária e o André, a Diretoria da Dívida Pública, que ficava no Rio. O [Luiz Gonzaga] Belluzzo e o João Manuel [Cardoso de Mello] eram assessores próximos do Funaro.

Eu sempre dizia que o Brasil precisava tomar vergonha e fazer algo para controlar a inflação. Naquela época, isso soava muito agressivo. Os empresários diziam que eu estava maluco, porque a economia estava bem, não havia problemas. A inflação estava em torno de 20% ao mês, mas isso não era um problema porque o Brasil era totalmente adaptado à inflação. O sistema bancário brasileiro se ajustou, graças inclusive ao Simonsen, ao Roberto [Campos] e ao Delfim. A criação e a institucionalização da correção monetária, além das fórmulas que o

Simonsen criou para o salário e para a ORTN,<sup>19</sup> deram racionalidade ao constante reajuste de preços e permitiram que o Brasil convivesse com inflações altíssimas, sem dolarizar a economia, ao contrário do que ocorria em todo o resto da América Latina. Lembro-me de ir ao Peru e à Argentina e, a cada cem metros, encontrar um garoto fazendo câmbio, no meio da rua. Eram países totalmente dolarizados. O Brasil, não. Eventualmente, criou-se a conta remunerada, que gerou um círculo vicioso: quanto mais inócua se tornava a inflação elevada, menos incentivo havia para combatê-la e mais ela se realimentava.

*Essa era a causa da inércia?*

Essa é a causa da inércia. A inércia é gerada por regras de comportamento que, inclusive, às vezes eram normas legais. No caso dos salários, por exemplo, havia correção semestral, o que foi um grande complicador. Havia também a OTN,<sup>20</sup> que era utilizada para a indexação financeira e até mesmo para a negociação de imóveis. Nossa economia ficou viciada em indexação. E não havia como sair desse círculo vicioso.

Um dia, encontrei o André e, em meio a nossa conversa, perguntei por que o Brasil não adotava a mesma política econômica implementada pela Argentina. Ele disse que comentaria sobre a proposta com a equipe de governo, e eles concordaram com a ideia. Decidiram criar um grupo para estudar essa alternativa. Um dia, aqui no Rio, encontrei-me com o André novamente e mostrei a ele todos os documentos oficiais argentinos que tinha e sugeri que replicássemos o que eles haviam feito. Sugeri que elaborássemos um decreto para implementar, aqui no Brasil, um plano semelhante ao Austral. Foi a partir desse momento que desenvolvi a capacidade de redigir decretos, sim, porque houve um momento em que eu conseguia escrever decretos com muita facilidade.

---

19 As ORTN eram uma modalidade de título público federal instituída pela Lei 4.347, de 16 de julho de 1964, com o objetivo de resgatar a credibilidade dos títulos públicos, que até então não possuíam cláusula de correção monetária, encontravam-se com o pagamento de serviços atrasados e valor de mercado depreciado pela inflação. Foram extintos por meio do Decreto-Lei 2.284, de 10 de março de 1986. Ver <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/finpub/cap7p.pdf>.

20 A OTN instituída durante o Plano Cruzado teve valor fixo por doze meses. A partir daí, passou a ter o seu valor reajustado mensalmente. Foi extinta pelo Plano Verão e substituída pelo Bônus do Tesouro Nacional (BTN).

Esse plano foi o embrião do Cruzado, mas era bem diferente dele. Isso porque não havia congelamento por tempo ilimitado, não havia gatilho. Havia muitas diferenças. André propôs o plano ao Dílson Funaro e ele aceitou. Dílson era carismático, um líder. Criaram um grupo para desenvolver a proposta, mas, em determinado momento, o Andrea [Sandro] Calabi, que estava no Tesouro ou no Planejamento, comentou com um jornalista que estavam estudando algumas possibilidades para a economia brasileira e o assunto surgiu na imprensa. Dílson ficou muito irritado e decidiu que só poderiam participar do grupo pessoas que fizessem parte do governo e como eu não estava no governo, fui excluído do projeto.

Às vésperas do lançamento do plano, André chamou-me para ver como estava estruturado. Vi, então, que era um “monstrengo”. Havia incluído um gatilho, o que, obviamente, iria inviabilizá-lo. Além disso, naquela época, existiam complicações que não existiram posteriormente no Real. Havia reajustes de salário a cada seis meses, por exemplo; havia regras de indexação muito longas. Isso significava que, quando houvesse a interrupção das correções, alguém seria pego no contrapé. Para evitar isso, havia a ideia de um abono, mas, se ele fosse concedido, a indexação poderia retornar. Havia um problema sério de realinhamento de preços. Esse problema não aconteceu no Real, pois todos os preços e valores nominais já estavam rodando correções quase diárias.

Em alguns trabalhos, eu já havia demonstrado como, nas hiperinflações, a indexação se torna tão intensa que desaparece por conta própria. Quando, em uma economia, todos corrigem os preços usando a cotação diária do dólar, por exemplo, se essa cotação é congelada, a inflação desaparece. Existe, então, uma teoria sobre como desindexar uma economia. Há duas opções: ou se tenta frear, e a indexação vai desaparecer à medida que a inflação diminuir, ou se leva a indexação ao extremo e muda-se a moeda. Esta última opção era a ideia das duas moedas. Persio foi o primeiro a falar nisso, na ideia de promover uma indexação tal que simule uma hiperinflação. É claro que todo mundo ficava em pânico quando se falava nisso. Lembro-me de que o [José] Serra, em uma das vezes em que iria ser nomeado ministro, convocou uma reunião, em São Paulo e disse para nem falarmos em duas moedas.

Penso que o Plano Real foi bem-sucedido porque a economia já estava em um nível de indexação que facilitou “o truque” para acabar com a indexação. É claro que, para eliminar a inflação, não bastaria romper com a indexação. Seriam necessários, também, vários anos de política monetária duríssima, de taxas de juros elevadas e de esforço na área fiscal. Foi o que aconteceu nos anos seguintes ao Plano Real.

*A busca por fazer algo para conter a inflação não decorria de uma angústia que vinha do governo?*

Não sei. Havia, sim, um grande incômodo e a experiência de uma luta inglória contra a inflação. Mas não se sabia ao certo o que fazer. O que sei é que a minha suposta participação no Austral, com os argentinos, que foi exagerada pela imprensa brasileira, chamou a atenção para o fato de que existia uma solução alternativa. Acho que isso viabilizou a aceitação do projeto pelos políticos. Quando o André apresentou a proposta ao Funaro, ele decidiu fazer. Aliás, depois do Cruzado, todos os políticos brasileiros ficaram viciados em programas de congelamento. Todos os ministros, todos os políticos queriam fazer um congelamento. O Sarney, o Bresser, todo mundo queria uma solução milagrosa.

*O senhor mencionou bastante a Argentina, mas e quanto ao plano implementado por Israel, houve alguma semelhança?*

Houve, mas tivemos menos acesso às informações sobre o plano de Israel. Quando o governo decidiu que ia fazer o Plano Cruzado, Persio foi visitar Israel. O plano de Israel tinha características muito especiais.

*Israel fez um ajuste fiscal expressivo que nenhum outro país fez. Chegaram a cortar salário de diplomatas em 90%.*

Israel adotava um regime parlamentarista. É bem diferente.

Quando houve o Cruzado, eu estava fora do governo. Estava na PUC. Sayad me convidou para ser seu assessor. Então fui. Fiz um contrato de consultoria com o Ipea e me tornei assessor do Sayad. Trabalhava em Brasília alguns dias da semana e outros no Rio de Janeiro. Isso ocorreu já em um contexto de tentativa de recuperação do plano,



com o gatilho pronto para operar. Foi após a reunião de Carajás.<sup>21</sup> Se não houvesse o gatilho, a experiência do Cruzado poderia ter sido melhor, mas fracassou.

Para mim, a experiência do Cruzado foi surpreendente porque houve muita participação da mídia. Houve uma situação em que fui a um restaurante e uma pessoa me abordou dizendo que salvei o país. Tive muitas experiências desse tipo. Um economista virar celebridade é muito louco. Mas, depois, claro, a situação mudou e as pessoas nos culpavam pelo plano não ter dado certo.

O Plano Cruzado foi uma grande novidade, porque foi um choque. Ele já trazia a noção da moeda endógena com a criação da tablita. Por isso, o plano foi bem recebido pela população, teve uma aceitação elevada. Basicamente, se alguém tinha uma dívida, com a mudança de moeda, o valor da prestação diminuía ao longo do tempo. A lógica era que a nova moeda se movia em velocidade diferente da velha moeda.

*Durante o congelamento do Cruzado, houve momentos em que o nível de consumo aumentou. O senhor tem alguma reflexão sobre por que isso ocorreu?*

A política monetária, na execução do Plano Cruzado, foi muito frouxa. Uma das preocupações quando do Plano Real – e que, depois, enfatizei muito quando vim para o Banco Central – foi não repetir esse erro do Cruzado. É preciso que a taxa de juros seja alta. No Cruzado, os juros estavam muito baixos, a expansão de crédito foi fortíssima. Acabou a inflação, os preços ficaram estáveis, o nível de consumo aumentou. Eu afirmei, na época, que a Bolsa iria explodir, mas ninguém acreditou. A Bolsa explodiu. Porém, o balanço de pagamentos, por volta de setembro de 1986, já indicava as dificuldades, as reservas internacionais praticamente já tinham acabado. A luta tornou-se inglória, porque era necessário que a inflação mensal fosse muito baixa de modo a não acionar o gatilho. Este era automaticamente detonado quando a inflação acumulasse 20%, então, a inflação tinha que ser inferior a 1% ao mês. A concepção foi errada. A inflação depois do Plano Real foi mais alta do que nos primeiros meses do Cruzado, mas era outro contexto.

---

21 Reunião ocorrida em maio de 1986, em Carajás, Pará, com o objetivo de resolver divergências na equipe. Participaram, além do presidente da República, membros do Ministério da Fazenda, do Planejamento, do Banco Central, o ministro-chefe do Gabinete Civil e os ministros da casa.

Quando começaram a falar sobre fazer o Cruzado II para tentar reverter a situação, era importante desmontar o gatilho. O Dílson Funaro disse que ia chamar o ministro do trabalho, Almir Pazzianotto [Pinto], e pediu-me para conversar com ele e explicar-lhe porque era preciso acabar com o gatilho, do contrário a economia voltaria a indexar. Tentei explicar, mas Pazzianotto disse que havia conversado com o Mário Amato, presidente da Fiesp na época, e ele era totalmente contrário à retirada do gatilho. Então, Dilson me disse para deixar essa discussão para depois. Não havia mais quase ninguém da equipe econômica em Brasília. Todos tentando desembarcar. Quando a situação começa a se deteriorar, é uma sensação impressionante. Você antecipa que vai dar errado e não consegue consertar, perde o momento. Houve uma época em que eu dizia que as pessoas criticavam o Plano Cruzado porque ele tentou acabar com a inflação utilizando um “truque”. Mas, na realidade, são necessários dois “truques”: um relativo à desindexação e, depois, outro que mantenha a inflação em níveis baixos ao longo do tempo, que é a política monetária, são os juros elevados, de uma forma ou de outra. Quando se perde o primeiro truque, deve-se zerar e começar de novo. Penso que tenha algo a ver com motivação. Contudo, há um desespero em tentar consertar, o que acaba piorando a situação.

*Fernão Bracher e Persio Arida afirmaram em suas entrevistas que, naquele momento, não existia a alternativa de aumentar a taxa de juros.*

É, mas, quando do Plano Real, o Banco Central aumentou a taxa de juros real para 40% ao ano.

*Algumas pessoas dizem que o Banco Central começa a existir, de fato, a partir do Plano Real.*

É verdade, mas houve muitas críticas. Lembro-me de que Ibrahim Eris nos chamava de loucos em virtude da taxa de juros. O Luis Paulo Rosenberg dizia que a âncora que praticávamos levaria o país para o buraco. De fato, praticamos taxas de juros bastante elevadas no Plano Real. No entanto, a taxa de juro real tem relação com a expectativa de inflação e não com a inflação observada.





Francisco Lopes na transmissão do cargo de presidente do BCB de Gustavo Loyola a Gustavo Franco. Brasília, agosto de 1997



Evento de comemoração dos 30 anos do Banco Central do Brasil. Da esquerda para a direita: Dionísio Dias Carneiro, Francisco Lopes e André Lara Resende. Brasília, março de 1995



Francisco Lopes quando diretor do Banco Central do Brasil. Brasília, sem data



Francisco Lopes em evento no Congresso Nacional. Brasília, sem data



Francisco Lopes ao lado do senador Jonas Pinheiro durante sabatina para nomeação como diretor de Política Econômica do Banco Central de Brasil. Brasília, sem data



Comemoração de 30 anos do BCB. Da esquerda para a direita: Francisco Lopes, Alkimar Moura, Persio Arida, Pedro Malan, Gustavo Franco, Edson Bastos Sabino e Carlos Eduardo Tavares de Andrade. Brasília, 1994



Comemoração de 30 anos do BCB. Da esquerda para a direita: Francisco Lopes e Alkimar Moura, ambos diretores do Banco Central. Brasília, 1994





## Capítulo 6

### O Plano Real

*Sua participação na elaboração do Plano Real foi semelhante à do Plano Cruzado?*

Em 1987, colaborei com o Plano Bresser, quando houve uma tentativa de substituir o gatilho por uma regra de indexação, a URP [Unidade de Referência de Preços] – uma ideia até inteligente do Eduardo Modiano – que criava um sistema bem parecido com o da Unidade Real de Valor (URV).<sup>22</sup> A URP era uma média de três meses, era uma ideia interessante. Mas o Plano Bresser era um projeto bem modesto, sem base de sustentação política alguma.

Em 1988, fiz a proposta do Plano Real. Foi uma proposta sobre a qual muitos nunca ouviram falar. Ocorreu que continuei refletindo sobre os erros cometidos nos planos anteriores e escrevi o livro *O desafio da hiperinflação: em busca da moeda real*. O título original do livro, antes de ser alterado pelo editor, era *A moeda real*. Nesse livro, examino a experiência dos congelamentos e faço uma análise detalhada das hiperinflações, de como acabam, e da ideia de uma reforma monetária. No livro, proponho a criação de uma nova moeda denominada real.

Quando eu estava desenvolvendo essa ideia, fui procurado por um ex-colega, meu contemporâneo em Harvard, Osmundo [Evangelista] Rebouças. Ele estudou no IPE/USP [Instituto de Pesquisas Econômicas da Universidade de São Paulo] e foi deputado constituinte. Osmundo

---

22 A URP foi instituída pelo Decreto-Lei 2.335, de 12 de junho de 1987, para fins de reajuste de preços e salários. Passado o período de congelamento dos preços, o fator de correção para os três meses seguintes era dado pela média mensal da variação do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) ocorrida no trimestre imediatamente anterior. A URV, instituída pela Medida Provisória 434, de 27 de fevereiro de 1994 (convertida na Lei 8.880, de 27 de maio de 1994), foi criada para servir como padrão monetário, integrando, temporariamente, com o cruzeiro real, o Sistema Monetário Nacional. Seu valor era baseado na média aritmética das variações de três índices de preços – IPC-Fipe, IPCA-E e IGP-M. Fonte: <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/finpub/cap7p.pdf>.

mencionou que haveria, no Congresso Nacional, mudanças na forma de utilização de alguns instrumentos legislativos como decretos-lei e medidas provisórias. Então, ele propôs que elaborássemos um plano que pudesse ser anunciado com antecedência e fosse uma iniciativa do Congresso. Gostei da ideia e começamos a trabalhar juntos. Elaboramos uma proposta que se transformou no Projeto de Lei 1.017, de 1988, do senhor Osmundo Rebouças, que alterava o sistema monetário nacional como instrumento para estabilização de preços. De acordo com o texto do projeto, passavam a compor o sistema monetário nacional duas unidades de curso legal, o cruzado e o real. Era a proposta de criação do real. Nossa concepção desse Plano Real era uma mudança muito semelhante com a que foi realizada, de fato, alguns anos depois. Haveria um período de convivência das duas moedas. Mas havia também uma ideia um pouco ingênua: todos os preços da economia seriam convertidos de cruzado para real, mas as despesas do governo permaneceriam em cruzados – haveria um ajuste fiscal endógeno. Essa era a ideia. O governo ficaria na moeda velha. Esse Projeto de Lei foi aprovado na Comissão de Constituição e Justiça (CCJ).

O acordo entre Osmundo e eu era que, apesar de termos pensado no projeto juntos, ele seria o autor do projeto de lei [PL] e eu escreveria um livro. Lançaríamos o PL e o livro concomitantemente, com a presença de jornalistas. Ocorreu que o livro não foi publicado em tempo, pois o editor achou que as vendas não seriam boas no período de férias. De toda forma, concedi uma longa entrevista para George Vidor, que a publicou no jornal *O Globo* com a manchete: “Chico Lopes propõe um novo plano”. E esse plano era a criação do real. Miriam Leitão ficou revoltada comigo na época porque não concedi a entrevista a ela, que era editora do *Jornal do Brasil*. Paulo Henrique Amorim também fez uma chamada no Fantástico: “Nova ideia do economista do Cruzado, Chico Lopes”.

O ministro da Fazenda, nesse período, era Maílson da Nóbrega. A inflação continuava elevada. Eu já fora informado de que Maílson estava trabalhando em um novo plano de congelamento. Osmundo me disse que João Batista de Abreu, o então ministro do Planejamento, o havia procurado com a proposta de fazer um novo plano usando congelamento. Osmundo respondeu ao ministro que o plano não

poderia ser realizado com congelamento de preços, mas sim com a adoção de duas moedas em conjunto com um ajuste fiscal.

Nesses mesmos dias, o Paulo Henrique Amorim marcou uma entrevista comigo. Veio até minha casa com uma equipe em uma segunda-feira de manhã. Ele era o âncora do *Jornal da Globo* e fez uma chamada no *Jornal Nacional*: “Veja, no *Jornal da Globo*, a entrevista sobre o novo plano do professor Chico Lopes”. Quando o *Jornal da Globo* estava no ar, não apresentou nada. O Antônio Carlos Magalhães havia telefonado para a Globo. O Sarney e o Mailson não queriam que aquela entrevista fosse ao ar, pois consideravam que atrapalharia o plano de congelamento que estavam elaborando. Era o Plano Verão, que foi uma reprise da reprise da reprise. Tudo isso ocorreu no fim de 1988.

*O Plano Verão foi um plano lançado apenas para que se esperasse a posse do novo presidente que seria eleito em 1989?*

Sim, o Plano Verão era um plano simples, bem simples.

Ao final, nossa proposta de plano tornou-se algo meio quixotesco, mas o nome da nova moeda já aparecia em nosso projeto. De onde saiu o nome do real? Emergiu da minha leitura de um livro antigo do Pandiá Calógeras, filho de gregos, que havia sido ministro da Fazenda na gestão de Venceslau Brás. Ele escreveu um livro, em 1911, sobre política monetária do Brasil, no qual contava a história da velha moeda real, criada em Portugal por volta de 1400.<sup>23</sup> Mais tarde, essa moeda se transformou no mil réis.<sup>24</sup> Pensei então que deveríamos retornar ao real de Dom Duarte, o criador dessa moeda. A moeda física do real em sua época era de prata e teve grande circulação internacional.

No livro que escrevi, proponho voltarmos para o real. O Fernando Henrique [Cardoso] nunca quis ouvir falar disso. O Osmundo ficou muito angustiado porque ninguém reconheceu nossa proposta. “Eu fiz o projeto de lei”, ele dizia. O curioso é que o Itamar queria o nome real. Isso é interessante. O Itamar [Augusto Cautiero Franco] decidiu fazer o Real. Acredito que ele já tivera conhecimento do meu livro,

---

23 CALÓGERAS, Pandiá. *A política monetária no Brasil*. Editora Nacional, 1960.

24 Réis, nome derivado do real, moeda portuguesa dos séculos XV e XVI, época do Descobrimento do Brasil.

mas não tenho certeza. A turma que planejava o Real mesmo jamais gostou muito da ideia.

Houve um momento em que o Malan queria que eu fosse para o governo em Brasília de qualquer maneira. Eu recusei porque nunca havia participado realmente de nenhum governo e não queria tomar parte no governo caótico do Itamar. Cheguei a fazer um esboço de projeto – naquela época eu fazia esses projetos com muita facilidade. Enviei esse esboço ao Malan. Era um projeto semelhante ao do nosso real, sem a ideia de a dívida do governo permanecer na moeda antiga, mas com a criação de uma regra monetária. No Plano Real, havia uma regra monetária simples, que acabou não funcionando muito bem. Havia uma programação monetária que estabelecia um limite para a expansão dos agregados monetários e era realizada a cada trimestre. Essa espécie de âncora monetária deixou de fazer sentido depois que se passou a operar a taxa câmbio e a taxa de juros.

No período em que divulgávamos nossa proposta do Real, conversei com o Persio, que estava no BNDES [Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social]. Ele queria conhecê-la melhor. Fui a Brasília para participar de uma reunião. É interessante lembrar que tanto eu quanto o Persio tínhamos medo da implementação de duas moedas concomitantes porque achávamos que havia riscos. Simonsen falava muito sobre a experiência histórica do Pengo Fiscal, na qual o governo criou uma moeda especialmente para o pagamento de impostos. Era uma moeda indexada e que gerou a maior hiperinflação da história na Hungria. O risco de se criar uma moeda indexada à outra é transferir a inflação da moeda original para a moeda indexada e, então, a inflação na moeda original passar a ser a derivada e explode. Tínhamos esse medo. Eu achava que a transição deveria ser lenta.

Persio marcou então uma reunião com Malan, Gustavo Franco, Bacha, Clóvis [de Barros] Carvalho e uma pessoa que eu não sabia quem era – depois fiquei sabendo ser Eduardo Jorge [Caldas Pereira], assessor político do Fernando Henrique –, pois queriam saber minha opinião sobre a utilização de duas moedas. Disse que achava ser possível, fiz algumas sugestões e propus que deveria ser realizada uma transição gradual, ao longo de doze meses, para reduzir os riscos. Foi

quando Eduardo Jorge argumentou que tudo deveria ser feito de modo muito rápido. Ele estava representando o lado político. Essa divergência foi divulgada posteriormente na imprensa. É interessante, porém, que no projeto que enviei para o Malan a transição proposta era de quatro meses, como acabou sendo, de fato, no Plano Real. Exceto por essa reunião, não participei da formulação do Plano Real. Apenas encaminhei meu esboço de um projeto de lei que posteriormente o pessoal da área jurídica me disse que usaram bastante.

Havia a grande facilidade, quando o Real foi lançado, de que a economia já dispunha de um indexador que era reajustado diariamente e que, no final do mês, convergia para a inflação efetiva: era a BTN fiscal.<sup>25</sup> Quase todos os preços já estavam indexados à BTN fiscal: salários e preços de imóveis, por exemplo. Esse indexador foi a base da URV. Ela foi uma reprodução do BTN fiscal, só que a variação da BTN convergia para a variação do IPCA, enquanto a URV convergia para uma média de três índices de inflação. Essa ideia foi muito inteligente. Eles criaram uma fórmula que calculava uma média de três índices e isso impediu muitas críticas. Sempre que eram elaboradas fórmulas com a utilização de índices, os representantes do movimento sindical criticavam muito, argumentando que estávamos roubando os salários dos trabalhadores. Essa discussão de que diversos planos econômicos roubaram salários dos trabalhadores existe até hoje, o que é uma bobagem, mas os políticos e os juizes não entendem o raciocínio econômico e isso gera consequências. Quando houve a introdução da URV, a fórmula criada a partir de uma média de três índices foi muito bem-feita, o que reduziu as críticas.

Em algum momento, Malan quis que eu me tornasse assessor do [Rubens] Ricupero. Eu não aceitei. Disse a ele que ajudaria, mas de fora do governo. Nos encontrávamos no Rio de Janeiro e, quando houve a mudança de governo, fui chamado para uma reunião para discutir a questão do Banespa e, ali, já me convidaram para assumir

---

25 Bônus do Tesouro Nacional Fiscal (BTN-F) foi instituído como referencial de indexação de tributos e contribuições de competência da União. Seu valor diário era divulgado pela Secretaria da Receita Federal, projetando a evolução da taxa mensal de inflação, e refletia a variação do valor do BTN em cada mês. O BTN-F podia ser utilizado como referencial para atualização monetária de contratos ou obrigações expressas em moeda nacional, efetivados após a data da vigência da Lei 7.799, de 19 de setembro de 1989, que o instituiu. Ver <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/finpub/cap7p.pdf>.

uma Diretoria do Banco Central, que seria presidido pelo Persio. Foi assim que acabei entrando para o governo. Fiz algo que nunca pensei que fosse fazer: virei DAS.<sup>26</sup>

*Quais foram os 2 ou 3 pontos que mais merecem destaque no seu trabalho no Banco Central naquela época?*

Quando fui para o Banco Central, foi criada a Diretoria de Política Econômica (Dipec). Nos corredores do Banco Central, dizia-se que eu era o diretor ET, extra-terrestre, porque, na cultura da Organização, o poder de um diretor está relacionado ao número de departamentos que estão subordinados a ele. Eu só tinha o Departamento Econômico (Depec) vinculado a mim, embora fosse um departamento tradicional. O Depec é anterior à criação do BCB.<sup>27</sup>

No início de meu mandato no BCB, o Persio começou a discussão sobre câmbio e houve a primeira mudança da política cambial. Foi quando ele resolveu sair do Banco Central. Ele havia sido massacrado no Congresso, acusaram-no de vazamento de informações. O Delfim lançou uma informação maldosa na mídia e viajou: ele disse que Persio tinha ido a um churrasco na casa de um filho do Bracher.

Quando Persio informou que iria sair do Banco Central, fiquei sem saber o que fazer. Eu era, basicamente, seu assessor. Malan convidou Loyola para assumir a presidência do BCB. Houve, então, um acordo para que eu assumisse a Diretoria de Política Monetária porque eu não queria mais ser um diretor ET, era complicado e eu não estava satisfeito.

Acredito que as duas iniciativas mais importantes da minha gestão foram a criação do Copom e as negociações com os grandes bancos.<sup>28</sup>

---

26 Cargos de Direção e Assessoramento Superior no governo federal, popularmente conhecidos como cargos de confiança, que podem ser ocupados por pessoas que não tenham integrado o setor público via concurso público.

27 O Departamento Econômico foi criado em 1951, como Assessoria Técnica (Astec) da Sumoc. Ver: BRASIL. *Memória do Departamento Econômico: 1951-2001*. Banco Central do Brasil. Brasília, 2001

28 O Copom foi instituído em 20 de junho de 1996, por meio da Circular BCB 2.698, com o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária e de definir a taxa de juros. Desde então, o regulamento do Copom sofreu uma série de alterações no que se refere ao seu objetivo, à periodicidade das reuniões, à composição e às atribuições e competências de seus integrantes. Ver Manual de Finanças Públicas no sítio do BCB: <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/finpub/cap8p.pdf>.

Eu entendia pouco sobre a operação prática da política monetária e pedi que o [Eduardo Hitiro] Nakao<sup>29</sup> me desse umas aulas. Ele é uma ótima figura. Perguntei a ele como era definida a taxa de juros e ele me disse que a decisão era tomada em uma conversa no elevador. Não podia ser assim, era preciso criar um ritual. Por isso, acredito que a criação do Copom foi fundamental para a consolidação do Real, para que fosse estabelecida, de fato, uma política monetária. Eu dizia que era preciso ter um ritual, e que a reunião para definir a taxa de juros deveria ser gravada. A reunião tinha que ter um protocolo: inicialmente, os chefes de departamento apresentariam a situação econômica e, depois, os diretores tomariam a decisão. Mas foi uma luta para implementar essa sistemática porque os diretores não queriam ir para a reunião, ninguém queria usar seu tempo para esse ritual. Naquele período, a crise bancária estava pegando fogo. Houve um período longo de negociação com os bancos. Penso que um dia o *Projeto Memória do Banco Central do Brasil* deveria ouvir o Cláudio [Ness] Mauch,<sup>30</sup> que foi um funcionário público injustiçado nesse período. Ele teve um papel fundamental para que fosse encontrada uma solução. A situação era extremamente complexa.

Quando cheguei ao BCB, disse que precisávamos criar um novo sistema de depósitos compulsórios. Dizia ao Persio que era preciso evitar os erros do Cruzado, era preciso contrair a demanda agregada, frear a atividade econômica. Naquele momento, a economia não poderia crescer, senão a inflação não cederia. Então, propus a criação de um sistema de compulsórios sobre operações de crédito. Era algo que havia sido realizado na Inglaterra, mas não tinha muitos precedentes no Brasil. A ideia era que, com a adoção do novo sistema, os bancos parariam de expandir o volume de crédito. Criamos, inclusive, um compulsório em espécie sobre novas operações de crédito, mas logo notamos que a arrecadação desse compulsório estava muito pequena. Praticamente nenhum banco estava recolhendo, nem mesmo o Banco do Brasil. Apenas o Banco Nacional estava recolhendo. Achei aquilo curioso. Um dia, o dono do Banco Nacional, o [José de] Magalhães Pinto, veio ao BCB e disse que havíamos quebrado seu banco. Na

---

29 Eduardo Hitiro Nakao foi chefe do Departamento de Operações do Mercado Aberto do Banco Central entre novembro de 1989 e março de 1989 e entre junho de 1990 a março de 2001.

30 Cláudio Ness Mauch foi Diretor do BCB, na área de Normas e Organização do Sistema Financeiro, de abril de 1993 a março de 1996.

verdade, o Nacional tinha um grande esquema de fraude. Os outros bancos simplesmente pararam de operar crédito ou passaram a operar crédito por outros caminhos. As contas que estavam sujeitas aos compulsórios foram congeladas. Mas o Banco Nacional tinha um esquema fraudulento que se baseava em rolar crédito sobre crédito em volumes pequenos. Com isso, começaram a ter que depositar caixa no BCB para atender ao compulsório que havíamos criado.

Magalhães Pinto nos procurou e apresentou o problema. Disse que tinham esse esquema já há muito tempo. Explicou que, no passado, haviam tido um rombo e um assessor criou o esquema. Era uma bicicleta que funcionou até criarmos esse novo compulsório.

Foi um período complicado. Pairava o medo de que todo o sistema financeiro quebrasse. Não havia base legal para fazer o Proer [Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional],<sup>31</sup> não havia instrumento legal para atuar. Todas as paredes da sala do Mauch eram cobertas de balanços dos bancos. Mauch e sua equipe tiveram um papel fundamental nesse processo. Fomos aprendendo. Acredito que, até então, ninguém havia estudado como resolver crises bancárias no Brasil.

E, depois, já no final de meu mandato, houve a questão da flutuação do câmbio. Sempre acreditei que um plano de estabilização só é realmente bem-sucedido quando ocorrem duas condições: primeira, se for possível deixar o câmbio flutuar, ou seja, se for possível estabilizar a economia sem precisar usar o câmbio como âncora; e, segunda, se o plano for capaz de sobreviver a uma mudança de governo. Ainda que o governo mude, o plano deve seguir firme. Acredito que o Copom tenha sido fundamental nesse contexto, apesar de a base legal dele ser fraca. Caso o governo quisesse acabar com o Copom era só o Conselho Monetário Nacional determinar, mas isso não aconteceu. As pessoas entenderam que era algo importante.

---

31 Tinha como objetivo assegurar liquidez e solvência ao SFN e resguardar os interesses dos depositantes e investidores por meio de estímulo a reorganizações administrativas. Compreendia, ainda, o financiamento de determinadas operações e a liberação de recursos do recolhimento compulsório. 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, p. 44.



No fim de meu período no BCB, houve a flutuação do câmbio que, na minha opinião, precisava ser realizada, pois não seria possível continuar com aquele congelamento. Vejo a situação atual do país e penso que, em face do que vivenciávamos e discutíamos nos anos de 1980, parece um sonho.<sup>32</sup> Estamos com uma taxa de inflação de 3% ao ano e com o saldo em transações correntes do balanço de pagamentos praticamente equilibrado.

Nosso desafio agora é lidar com os gastos públicos. Considero a ideia do teto dos gastos fantástica, uma regra fiscal que tem tudo para funcionar.<sup>33</sup> Basta que os políticos não atrapalhem. Se conseguirmos gerar um resultado fiscal minimamente razoável em 2018, e o novo presidente não queira destruir o que foi construído, isso vai funcionar. A medida do Teto dos Gastos parece robusta. Para ser alterada, é necessária uma emenda constitucional. Por outro lado, o Copom já está consolidado. O Brasil conseguiu construir um banco central de primeiro mundo, essa é a verdade. Lembro-me de conversar com o Eduardo Suplicy sobre a importância de o PT apoiar o Banco Central e limitar suas críticas. Afinal, um banco central forte era algo bom para eles. Estavam com uma concepção ideológica equivocada. É positivo para uma economia ter um banco central que trabalhe bem, qualquer que seja o governo, trabalhista ou conservador.

*Pensando na sequência de reformas e de medidas do governo FHC que contribuíram para a sustentação do Plano Real e fazendo uma ponte com os tempos atuais, como percebe a relação entre a Reforma da Previdência Social e a Proposta de Emenda Constitucional (PEC) do Teto dos Gastos?*

Acredito que os economistas não tenham lido a PEC do Teto dos Gastos com atenção. É uma emenda muito poderosa, pois tem mecanismos automáticos de ajuste. O teto é fixado independentemente de ter sido atendido ou não. E, se for ultrapassado, há, por exemplo, congelamento de salários dos servidores, proibição para

---

32 A entrevista foi realizada em agosto de 2017.

33 Refere-se ao Projeto de Emenda Constitucional que estabelece limites individualizados para as despesas primárias de cada um dos três Poderes, do Ministério Público da União e da Defensoria Pública da União para os próximos vinte anos e que, a partir do 10º ano, o presidente da República poderá rever o critério uma vez a cada mandato. Após aprovação no Congresso Nacional, tornou-se EC 95/2016.

contratações, proibição de aumento das despesas obrigatórias. É um instrumento poderoso independentemente da aprovação da Reforma da Previdência. Essa reforma vai se mostrar inevitável no momento em que o teto dos gastos começar a operar. E independe de a Previdência apresentar *deficit* ou não. A questão é que, se os gastos com a Previdência crescerem mais rápido que a inflação, será necessário contrair outros gastos. Penso que há algum espaço para os gastos discricionários serem comprimidos. Talvez possam ter uma redução de 10%. Acredito que essa diminuição é viável. Há alguma folga. Contudo, a luta política será intensa e complicada.

*Os políticos estão tentando procurar saídas que não seja a contração dos gastos.*

Considero que os analistas estão muito acostumados a esse bate-bola do resultado fiscal discricionário. Contudo, a política econômica deve ser baseada em regras e não em discricionariedade. Quanto mais regras, melhor.

Atualmente a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) é um orçamento executivo. Estabelece uma meta que, se não for cumprida, nada acontece. Faz-se um contingenciamento e ajusta-se. Com a existência de um teto para os gastos, se este não for cumprido, medidas de restrição deverão ser adotadas, porque o governo pode parar.

### O Copom e a Política Monetária

*Como foi a criação do Copom?*

Como mencionei, eu acreditava que deveríamos criar um ritual. Na época, eu estava lendo sobre o *Bundesbank*. O banco central da Alemanha tinha a taxa lombarda, que nada mais era do que uma taxa de redesconto e é uma ideia que eu acho muito bacana. O nome é derivado de Lombardia, uma região da Itália onde atuavam banqueiros originários da Alemanha. A *Lombard rate* era uma instituição medieval.

Propus criarmos um órgão que estabelecesse uma taxa lombarda brasileira, a Taxa do Banco Central (TBC), que seria uma taxa de redesconto. Até aquele momento, o Banco Central não divulgava uma meta para a taxa juros que praticava nas operações com o mercado. O mercado tinha que adivinhar a partir da atuação do BCB. Acreditava-se que, de algum modo, saberiam qual era, pois o Banco Central mostraria na prática.

A equipe do FMI não gostou muito da proposta de criação dessa taxa, até porque, naquela época, os alemães estavam abandonando esse sistema e migrando para o sistema do Banco Central Europeu, que funciona de modo semelhante ao americano, ou seja, com uma taxa de intervenção normal, com a divulgação de uma meta para a taxa básica de juros.

De qualquer modo, criamos a taxa. O Banco Central realizaria operações de redesconto à Taxa do Banco Central, a TBC. Então, inicialmente, o Copom fixava a TBC. Depois, criamos a TBAN [Taxa de Assistência do Banco Central],<sup>34</sup> uma taxa de redesconto

---

<sup>34</sup> Funciona como uma taxa-teto de referência para o mercado. Foi criada para estabelecer, junto com a TBC, os limites de custo dos recursos concedidos aos bancos no sistema de redesconto.

mais elevada, que foi mais usada para resolver problemas bancários. Era uma taxa punitiva.

Quando propus a criação do redesconto com a TBC, o ministro do Planejamento era o Antonio Kandir. Ele criou muitas dificuldades, argumentando que a nova taxa beneficiaria os grandes bancos. Expliquei que a ideia era simples, e que o mundo inteiro praticava algo semelhante.

Na minha opinião, porém, o mais importante em relação à criação do Copom foi o fato de o Comitê estabelecer um ritual para a definição da taxa de juros utilizando uma base técnica. Eu insistia que era proibido falar sobre esse assunto – taxa de juros – fora da reunião do Copom. E a reunião tinha que ser gravada. Os técnicos do Banco Central apresentavam os dados disponíveis e, depois, havia a discussão para se definir a TBC, ainda com a presença dos técnicos.

Após algum tempo, a sistemática da reunião mudou. Atualmente, a reunião acontece em dois dias. A apresentação dos dados pelos técnicos do BCB é realizada no primeiro dia e a decisão é tomada no segundo, sem a presença dos técnicos. Quando o Copom foi criado, o Banco Central ainda não tinha modelos de previsão como tem hoje e a exposição dos técnicos era o que embasava a discussão para definirmos a taxa de juros. Os técnicos expunham a situação econômica e, depois, havia a votação dos diretores.

*Havia uma ordem pré-definida para a manifestação dos membros do Copom?*

No início, quando o presidente do BCB era o Loyola, o presidente se manifestava no final. Essa sistemática, no entanto, causou alguns problemas porque, se o presidente só se coloca após todos os participantes, o voto dele pode ser irrelevante. Também haveria problemas se ele fosse o primeiro. Para contornar essa questão, resolvemos adotar sistemática semelhante à do banco central norte-americano [*Federal Reserve* – Fed]. Lá, são feitas duas rodadas de votação em busca de um consenso. Então, o presidente se manifesta para buscar o consenso. De toda forma, o relevante foi a criação de um ritual e a mensagem de que a definição dessa taxa era importante para o balizamento da economia. E o sistema financeiro compreendeu

que era importante mesmo. A partir daí, foi possível, de fato, fazer política monetária no Brasil.

Após o Copom, o mercado conseguiu ajustar sua curva de juros às decisões do Comitê. Antes dele, o mercado operava de forma diferente, baseava suas decisões a partir dos resultados da balança comercial, por exemplo. O fundamento para a formação das expectativas, no início do Plano Real, era o resultado da balança comercial.

Outra mudança que fiz, e que gerou muita controvérsia, foi a criação da taxa de juros 252. Anteriormente, a taxa Selic era calculada por juros simples, a cada 30 dias. Era uma fórmula esquisita. Calculava-se uma taxa mensal usando a taxa efetiva dia multiplicada por 30. Só o mercado entendia. Fizemos um estudo para verificar quantos dias úteis há, em média, em um ano. São 252, 12 meses de 21 dias, aproximadamente. Então, definimos a taxa em 252. Isso gerou reações. São detalhes, mas representavam avanços, um passo após o outro. A taxa que era expressa em termos mensais, “ao mês”, passou a ser apresentada “ao ano”. Esse foi outro grande progresso porque era um sinal de estabilidade. O parâmetro passou a ser anual, não mais mensal.

*Sobre a autonomia do Banco Central, qual sua posição?*

Certa vez, conversei sobre isso com o Michael Bruno, que foi presidente do Banco Central de Israel. Ele defendia que a autonomia de um banco central é construída no dia a dia. Concordo com a visão dele. Não acredito que a formalidade seja fundamental. Acredito que a independência do BCB é a operação cotidiana, são as reuniões do Copom.

Na Argentina, por exemplo, quando adotaram a conversibilidade, quando Pedro Pou era o presidente do BC argentino [*Banco Central de la República Argentina* – BCRA], vigorava o mandato fixo. No entanto, Domingo Cavallo, em menos de um mês, acabou com esse instituto. Ele assumiu o Ministério da Fazenda e aprovou a retirada do presidente do BCRA.

## Capítulo 8

### A Mudança no Regime Cambial

*Um dos temas de discussão da equipe econômica desde o início de 1995 até a sua gestão no banco central foi o câmbio. O câmbio criou antagonismos entre membros da equipe econômica?*

Gerou, de fato, antagonismos. Toda semana, havia uma reunião da equipe econômica, no Planalto, coordenada pelo Clóvis Carvalho. Nessas reuniões, o assunto câmbio tornou-se um tabu. Decidiu-se que era proibido falar em câmbio. Então, o Serra disse que não ia mais participar. E ele tinha razão, porque o câmbio era fundamental.

Essas reuniões aconteciam toda semana desde 1995. A princípio, ocorriam às segundas-feiras. O Clóvis fazia essa maldade, tínhamos que ir para Brasília na segunda-feira. Depois, conseguimos convencê-lo a fazer as reuniões às terças-feiras. Elas começavam no final da tarde, por volta das seis horas, e eram realizadas na sala do Clóvis no Planalto. Ele teve um papel muito importante no Plano Real. Na minha opinião, não é dado o devido valor ao papel que teve como organizador do plano. Ele comandava muito bem as reuniões, era organizado, fazia pauta, designava as tarefas de cada um e cobrava os resultados.

Quando o Persio saiu do BCB e o Loyola assumiu, houve uma reorganização no Banco Central. O Loyola era responsável pela parte bancária, que era o principal problema, ao lado do Mauch. E eles fizeram isso muito bem, 80% do tempo era dedicado a questões bancárias. A parte internacional era de responsabilidade do Gustavo [Franco] e a parte monetária era minha. Foi definida essa estrutura. Em vários momentos tentou-se introduzir uma banda para flutuação da taxa de câmbio mais larga, mas o Gustavo queria fixar a banda na mesa de operações. Definia o câmbio na mesa e dizia que a banda era meramente ilustrativa.

A política cambial foi fundamental para o Real, para a estabilização, mas sabíamos – estudamos alguns *papers* muito interessantes do FMI que tratavam desse tema – das dificuldades para uma economia abandonar o regime de taxa de câmbio fixo sem que a inflação explodisse. Foi ficando claro que tínhamos problemas, que era preciso mudar o regime de câmbio, mas o Gustavo resistia. Surgiu, então, a ideia de fazermos o mesmo que Israel. Eles operaram um regime de bandas desde o início. Havia uma banda horizontal, como é tradicional, mas como ainda existia inflação, começaram a trabalhar também com uma banda diagonal. No regime de bandas, o governo fixa um teto e um piso para a taxa de câmbio e só intervém quando a taxa atinge um dos extremos, o teto ou o piso. O problema da banda horizontal é que se o mercado ficar muito pressionado no teto, ele antecipa que o governo vai alterá-lo – que fará um deslocamento do teto – e aí começa a especulação. Israel, então, decidiu adotar uma banda diagonal, ou seja, uma banda cujo teto se eleva aos poucos, tendo como base uma inflação residual. A justificativa era que não queriam levar a inflação para zero. Essa era a ideia da banda diagonal, uma banda cujo teto aumentaria progressivamente ao longo do tempo. Se fizéssemos o teto crescer mais rapidamente que o piso, depois de alguns anos, a banda teria um intervalo de 50%, por exemplo, entre as taxas limite, ou seja, o câmbio teria passado a ser flutuante. Israel conseguiu fazer isso porque evoluiu de um sistema de banda horizontal para um sistema de banda diagonal.

No Brasil, tínhamos uma banda formal relativamente larga, mas o BCB intervinha no câmbio no dia a dia. De fato, a banda efetiva era de 0,5%, o que significava que o câmbio era praticamente fixo. Ele fazia um *crawling peg*, deixava ir evoluindo, mas essa evolução era comandada pela mesa de operações. Quando a taxa de câmbio chegava perto do teto, o Malan [ministro da Fazenda à época] anunciava uma mudança formal, mas isso era uma questão apenas de comunicação, quase retórica. Não era um regime de bandas, era um regime de câmbio fixo. A proposta de adotar o regime de bandas foi discutida várias vezes, e o Gustavo sempre foi contra.

Em determinado momento, o Clóvis me procurou e disse que tínhamos que abandonar o sistema de bandas e que eu tinha que fazer uma

proposta de mudança. O José Roberto Mendonça de Barros também era favorável a deixarmos para trás o regime de bandas. Pensei sobre a questão e propus fazermos uma banda que, como a de Israel, fosse diagonal. O teto da banda subiria mais rápido do que o piso. Porém, em um sistema de bandas cambiais, quando a taxa de câmbio começa a se aproximar do teto é preciso aumentar a taxa de juros para defender o regime, para evitar a especulação. Para contornar esse problema, a banda diagonal teria um mecanismo que faria com que a velocidade de elevação diminuísse quando a taxa de câmbio estivesse próxima ao teto. Dessa forma, a banda também era endógena porque a velocidade de aumento do teto, de deslocamento da banda, dependeria da posição em que a taxa de câmbio estivesse dentro da banda. Se a taxa estivesse pressionando o teto, a velocidade de elevação desse teto diminuiria e não seria preciso aumentar tanto a taxa de juros. Por outro lado, se a taxa de câmbio estivesse próxima do piso da banda, a velocidade de elevação do teto poderia ser maior.<sup>35</sup>

*Na banda diagonal endógena, opera-se a taxa de juros e a intervenção cambial ao mesmo tempo?*

Sim, porque os dois parâmetros são necessários. O mercado testa o Banco Central o tempo todo. Caso não ajuste a taxa de juros, não funciona. E sempre há o risco de o mercado apostar contra. No regime de bandas cambiais, a mudança da banda é um episódio de ataque, um miniataque especulativo. Esse mecanismo seria uma forma de reduzir o nível das taxas de juros, que era o que realmente interessava aos políticos. O que o Fernando Henrique queria era reduzir a taxa de juros, mais até do que alterar o câmbio.

Então, apresentei a ideia. Venho refletindo sobre o que ocorreu. Obviamente, foi uma proposta que tinha a ingenuidade de ser complexa, apresentada em um mundo de políticos. Então, ninguém compreendeu bem como iria funcionar. À semelhança do que acontece agora com o Teto dos Gastos. Eu considero a limitação do Teto dos Gastos uma proposta fantástica, mas que poucos compreenderam,

---

35 LOPES, Francisco Lafayette de Padua. Notes on the Brazilian crises of 1997-1999. *Brazilian Journal of Political Economy*, vol 23, nº 3 (91) July-September/2003.



nem os próprios economistas. Acredito que Meirelles [ministro da Fazenda] não quis ou não tenha conseguido explicar. Ele continua a operar [a política fiscal] com base na LDO. Mas é preciso conter as despesas. Acredito que esteja otimizando os instrumentos. Entretanto, admito que a explicação da banda diagonal endógena era difícil mesmo. E, claro, a proposta foi apresentada em meio a uma situação muito crítica.

O problema é que, quando uma economia opera com o regime de câmbio fixo, qualquer pequena mudança detona um ataque especulativo. Qualquer indicação de que o seu compromisso com o câmbio fixo não é férreo, faz com que o mercado especule. Foi o que aconteceu naquela ocasião.

Quando apresentei a proposta ao presidente Fernando Henrique, ele me disse que, quando a mudança da política cambial fosse anunciada, não estaria em Brasília, mas que poderíamos executá-la. Caso desse errado, o problema seria nosso. Eu concordei e disse a ele que se a mudança não fosse bem-sucedida, deixaríamos o câmbio flutuar. Pedro Malan, no entanto, estava muito receoso, todo mundo tinha medo. Ele me perguntou como eu sabia para qual nível a taxa de câmbio se moveria. Isso porque, na Indonésia, quando o câmbio passou a flutuar, a taxa multiplicou por oito. Respondi que não sabia, que minha intuição indicava que iria convergir se aumentássemos a taxa de juros. Minha projeção inicial, elaborada em conjunto com o Departamento Econômico, era de que, no primeiro ano, a inflação seria alta, de 20% ou 30% ao ano, mas foi bem baixa, foi 8,9%. Isso em 1999, pós-flutuação.

*Esse resultado foi uma surpresa para todos, pois as estimativas no começo do ano eram muito ruins.*

Pois é. O que ocorre é que temos que operar sem ter todo o conhecimento que se deseja. A operação das políticas propriamente tem alguma coisa de aposta. Penso que ninguém entendeu a proposta, mas era uma boa ideia. Acredito que deveríamos tê-la colocado em prática dois anos antes. Uma das consequências foi o pessoal do FMI ter ficado bem chateado, afinal, havíamos tomado

um empréstimo com eles e mudamos o regime cambial. [Michael] Camdessus, o gerente geral do FMI, afirmou que a nossa flutuação de câmbio acabaria explodindo a Argentina, como explodiu. Outra consequência é que acabei não sendo nomeado presidente do BCB. Fui indicado pelo presidente da República, fui aprovado na sabatina do Congresso, mas acabou não ocorrendo a cerimônia de efetivação.

*Após o anúncio da adoção da banda diagonal, qual foi a reação do mercado?*

O mercado reagiu mal durante alguns dias. O anúncio foi feito no início de 1999. A *Folha de S. Paulo* fez uma matéria de primeira página dizendo que haveria um confisco da poupança. Criou-se um clima de apreensão. A imprensa dizia que o Banco Central estava perdendo reservas. Eu dizia que não. Houve um problema de comunicação muito grande ali e uma pressão muito grande. O FMI assumiu uma posição muito crítica porque consideraram que não haviam sido consultados. E, na verdade, não foram. Como essa consulta poderia ser feita com antecedência? Se o BCB for consultar a todos os envolvidos para fazer mudanças na política cambial, não funcionará. Mas o clima no exterior estava muito ruim. De qualquer modo, instauramos a banda endógena. Já havia uma percepção de que não ia funcionar. A reação foi ruim.

Então, nos reunimos para decidir o que fazer. Defendi que deveríamos deixar o câmbio flutuar e ponto. O Malan ainda apresentou uma ideia, que, aparentemente, havia sido sugerida pelo Stanley Fischer, de retornarmos para uma banda ampla. Contudo, argumentei que já tínhamos atravessado para o outro lado do rio e que não faria sentido voltar. Se o BCB decidiu deixar o câmbio flutuar, estava decidido. O problema é que havia uma posição grande no mercado de futuros, que levaria um mês para ser realizada. A mudança cambial teve um custo. Mas acho que, se pensarmos bem, saímos do câmbio fixo com um custo baixíssimo. Não houve crise bancária, não houve recessão, a inflação ficou baixíssima. Eu diria que foi uma das melhores transições de câmbio fixo para câmbio flexível que houve no mundo. No entanto, quem estava posicionado no mercado de futuros fez com que se abrisse um buraco enorme que quebraria a BM&F. Não

havia saída para o BCB: se decretasse a liquidação de um banco, teria que liquidar todos os contratos daquela instituição. Isso exigiu uma atuação do BCB no mercado de câmbio.

Essa foi a origem do processo legal que tive que enfrentar e, graças a Deus, terminou agora. Quer dizer, nunca termina de fato. Aprendi qual é a lógica da Justiça. Ao longo desses quize anos, aprendi sobre como a Justiça funciona no Brasil. Até ser processado, não tinha noção do que era um *habeas corpus*, por exemplo. O que de mais importante aprendi é que nunca há absolvição. Pode haver falta de provas, o que faz com que o réu não seja condenado. Mas quando há um escândalo e a imprensa vem como um predador, você já está condenado. Nesse momento, a pessoa já está condenada e não há solução. Não há absolvição possível. Não existe a possibilidade de a Justiça assumir seu erro. Cansei de argumentar sobre a precariedade dos argumentos utilizados para a condenação, escrevi sobre isso. Utilizei a própria sentença da Justiça Criminal e disse que havia argumentos para a absolvição. No processo civil, inclusive, o juiz de primeira instância contratou um perito que fez um relatório a nosso favor. Mas o juiz ignorou o relatório do perito e condenou a todos. Então, o processo não acaba nunca.

Ainda em relação aos processos legais em que fui envolvido, me dói muito terem envolvido, também, o Cláudio Mauch, que considero um funcionário público exemplar, uma pessoa totalmente íntegra. Depois de quinze anos, o que ficou claro, recentemente, é que, no que diz respeito aos processos civis, após acontecer uma discussão técnica sobre o que foi realizado, houve a absolvição por um resultado de 4 a 1 a nosso favor. Nos processos criminais, fomos condenados, mas esses processos prescreveram. De qualquer modo, aquela condenação foi, evidentemente, equivocada porque o argumento da sentença é equivocado.

O processo criminal foi enorme, foram convocadas 30 testemunhas. Todos os economistas brasileiros depuseram e todos afirmaram que o Banco Central fez o que era preciso ser feito. Não era possível não fazer. E, depois de tantos depoimentos, a juíza convocou mais quatro testemunhas selecionadas por ela mesma – algo inédito – que eram

o Aloísio Teixeira, que foi reitor da UFRJ, o Carlos Lessa e mais dois economistas. Os quatro eram da UFRJ. Todos afirmaram que gostavam muito de mim e que o Banco Central não tinha como não fazer o que fez. Então, a juíza concluiu que, de fato, a partir dos testemunhos ouvidos, era válido o argumento de que o Banco Central, utilizando-se de seu poder discricionário, atuou como considerou correto, mas – continuou a juíza – a forma como o Banco Central atuou foi errada, caracterizando peculato. Ainda segundo a juíza, a atuação foi errada porque o BCB permitiu que o banco Marka sacasse reservas bancárias, não tornou os bens da instituição financeira indisponíveis e, ainda, autorizou que o banco realizasse uma remessa para o exterior a partir de um fundo. Havia um fundo de investidor estrangeiro, um fundo de um investidor só, que fez uma remessa de US\$13 milhões, transação que não requeria qualquer autorização do BCB. A juíza citou esses argumentos como evidências de peculato e a condenação foi baseada nesses argumentos. Os advogados não entenderam nada. Não houve realmente uma discussão técnica no processo criminal.

Os argumentos da juíza são equivocados: primeiro, porque as reservas bancárias são da instituição financeira e, por isso, quando foi definido que o banco deveria encerrar suas atividades, a instituição sacou o dinheiro que lhe pertencia; segundo, não foi decretada a indisponibilidade dos bens do banco porque, para decretar a indisponibilidade, era preciso realizar uma intervenção, e a própria juíza reconheceu que não seria possível fazer uma intervenção naquele momento sem provocar a quebra da BM&F e, por isso, esse argumento não é válido; e, por fim, a remessa dos US\$13 milhões do fundo de investimentos foi realizada sem autorização porque as normas que regulavam aquele tipo de fundo permitiam isso. Depois de efetuar a remessa, o controlador do fundo ainda se dirigiu ao Banco Central para tentar justificar o fato e disse que precisava fazer a remessa para não quebrar fora do país.

Enfim, como afirmei anteriormente, a mudança cambial teve um custo baixo para o país, pois não houve crise bancária, não houve recessão, a inflação ficou administrável.

# Índice Onomástico

## A

ABREU, João Batista de	50
ALKMIN, José Maria	17
AMATO, Mário	42
AMORIM, Paulo Henrique	50, 51
ARIDA, Persio	10, 34, 37, 39, 40, 42, 47, 52, 54, 55, 62

## B

BACHA, Edmar Lisboa	23, 26, 28, 29, 32, 52
BAER, Werner	9, 24, 28
BAUMGARTEN, Alfredo Luiz	29, 31
BARROS, José Roberto Mendonça de	64
BRACHER, Fernão Carlos Botelho	37, 42, 54
BRUNO, Michael	61
BULHÕES, Octavio Gouvêa de	11, 21, 33

## C

CALABI, Andrea Sandro	39
CALÓGERAS, Pandiá	51
CARVALHO, Clóvis de Barros	52, 62
CASTELO BRANCO, Humberto de Alencar	20
CHACEL, Julian	21
CAMPOS, Roberto de Oliveira	15, 16, 17, 18, 37
CARDOSO, Fernando Henrique	51, 52, 64, 65
CARNEIRO, Dionísio Dias	9, 23, 35, 44
COELHO, Djalma Poli	17

## E

ERIS, Ibrahim	42
---------------	----

## F

FERREIRA, José Pelúcio	31
FRANCO, Itamar Augusto Cautiero	51, 52
FUNARO, Dílson Domingos	37, 39, 40, 42
FURTADO, Celso	22, 36

## H

HOPKINS, Harry	36
----------------	----

**J**

JEFFERSON, Augusto	29
--------------------	----

**K**

KAFKA, Alexandre	11, 19
------------------	--------

**L**

LEITE, Antonio Dias	22
---------------------	----

LEME, Og	23
----------	----

LOPES, Rodrigo Paulo de Padua	19
-------------------------------	----

**M**

MAGALHÃES, Antônio Carlos	51
---------------------------	----

MALAN, Pedro Sampaio	9, 32, 47, 52, 53, 54, 63, 65, 66
----------------------	-----------------------------------

MAUCH, Cláudio Ness	55, 56, 62, 67
---------------------	----------------

MONTELLO, Jessé	21, 22
-----------------	--------

**N**

NAKAO, Eduardo Hitiro	55
-----------------------	----

NOGUEIRA, Denio Chagas	11
------------------------	----

NOGUEIRA, Rui	21, 22
---------------	--------

**O**

OLIVEIRA, Juscelino Kubitschek	9, 15, 16, 17, 18, 19, 20
--------------------------------	---------------------------

OLIVEIRA, Ney Coe de	22
----------------------	----

**P**

PASTORE, Affonso Celso	21
------------------------	----

PEREIRA, Eduardo Jorge Caldas	52
-------------------------------	----

PINTO, Almir Pazzianotto	42
--------------------------	----

PINTO, José de Magalhães	55, 56
--------------------------	--------

POU, Pedro	61
------------	----

**R**

REBOUÇAS, Osmundo Evangelista	10, 49, 50
-------------------------------	------------

RESENDE, André Pinheiro de Lara	34, 37, 44
---------------------------------	------------

ROSENBERG, Luis Paulo	42
-----------------------	----

**S**

SERRA, José	39, 62
-------------	--------

SILVA JR., Jacyr Heronville	25
-----------------------------	----

SIMONSEN, Mário Henrique	9, 19, 22, 23, 24, 25, 29, 30, 31, 32, 33, 35, 37, 52
SUPLICY, Eduardo	57

## T

TAVARES, Maria da Conceição de Almeida	22, 24
--	--------

## V

VÍDOR, George	50
VILELA, Aníbal	24

## W

WERNECK, Rogério Ladeira Furquim	9, 30
----------------------------------	-------









**BANCO CENTRAL  
DO BRASIL**

**ACREDITO QUE A CRIAÇÃO DO COPOM FOI** fundamental para a consolidação do Real, para que fosse estabelecida, de fato, uma política monetária. Eu dizia que era preciso ter um ritual e que a reunião para definir a taxa de juros deveria ser gravada. A reunião tinha que ter um protocolo: inicialmente, os chefes de departamento apresentariam a situação econômica e, depois, os diretores tomariam a decisão.

**FRANCISCO LAFAIETE LOPES**

Ex-Diretor do  
Banco Central do Brasil