

Coleção

História Contada do
Banco Central do Brasil

XXIV

**Arminio
Fraga Neto**

Coleção

História Contada do
Banco Central do Brasil

Brasília • 2019

Coleção

História Contada do
Banco Central do Brasil

XXIV

**Arminio
Fraga Neto**

Ficha Catalográfica elaborada pela Biblioteca do
Banco Central do Brasil – v. 24

Banco Central do Brasil

Arminio Fraga Neto / Banco Central do Brasil – Brasília : Banco
Central do Brasil, 2019.

166 p. ; 23 cm – (Coleção História Contada do Banco Central do
Brasil; v. 24)

I. Banco Central do Brasil – História. II. Entrevista. III. Fraga
Neto, Arminio. 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' in a cursive, flowing style.

Presidente do Banco Central do Brasil

Arminio Fraga Neto teve duas passagens pela diretoria do Banco Central do Brasil (BCB). Foi diretor da Área Externa entre 1991 e 1992, na gestão de Francisco Gros, e presidente do BCB entre 1999 e 2002.

Nascido em uma família de médicos, Arminio Fraga seguiu a carreira de economista estimulado pelos professores que reformularam o Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), ao final dos anos 1970, com o objetivo de formar um centro de ensino e pesquisa semelhante aos das melhores universidades norte-americanas. A criação da pós-graduação na PUC-Rio deu vitalidade às discussões econômicas e formou um número expressivo de jovens que, após seguirem suas formações em renomadas universidades no exterior, participaram – e seguem participando – ativamente do debate nacional. Arminio completou o mestrado na PUC-Rio em apenas um ano e meio, e seguiu para o programa de doutorado na Universidade de Princeton. Nesse programa, teve entre seus professores renomados economistas como John Taylor, William Branson, Peter Kenen, Alan Blinder, Joseph Stiglitz, Avinash Dixit, entre outros.

Voltou ao Brasil como economista-chefe do Banco Garantia, e manteve, paralelamente, sua carreira acadêmica como professor da PUC-Rio e, posteriormente, da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas (EPGE/FGV). Embora satisfeito com as escolhas que havia feito, aceitou a proposta de lecionar na *Wharton School*, seguindo, depois de um ano, para o banco de investimentos *Salomon Brothers*, em Nova Iorque. Nessa etapa, desenvolveu conhecimentos do mercado financeiro internacional, inclusive do mercado de títulos de economias emergentes.

Após experiência nos mercados financeiros no país e no exterior, Arminio Fraga foi convidado a assumir a Diretoria de Assuntos

Internacionais em 1991, na gestão de Francisco Gros no Banco Central, ainda na presidência de Fernando [Affonso] Collor [de Mello] e com Marçilio Marques Moreira como ministro da Economia, Fazenda e Planejamento. A conjuntura doméstica era conturbada, com inflação em aceleração, atividade econômica em ritmo lento e dificuldade de atuação política do governo. Nessa oportunidade, ocupou-se principalmente da renegociação da dívida externa, da flexibilização do sistema de controles cambiais e da devolução dos recursos retidos pelo Plano Collor, embora identificasse a necessidade de ampla agenda de reformas.

Quando convidado a assumir a presidência do BCB, no início de 1999, o país atravessava o processo de mudança do regime cambial e sua ampla experiência, tanto por sua passagem anterior no Banco Central, quanto por seus conhecimentos sobre a operacionalização do mercado financeiro, seriam extremamente úteis. A recuperação da credibilidade na sustentabilidade da política econômica seria central para a normalização da economia. Nesse ano, além da flexibilização da política cambial, implantou o regime de metas para a inflação como mecanismo de coordenação de expectativas e condução de política monetária. Gradualmente, a atividade econômica reassumiu sua dinâmica e a trajetória da inflação foi controlada.

Na presidência do BCB, ainda enfrentou um conjunto de choques adversos como a moratória argentina, o ataque às torres gêmeas em Nova Iorque e a crise hídrica no Brasil, em 2001, e o ambiente de elevada aversão ao risco associado às eleições em 2002.

Arminio Fraga Neto concedeu quatro entrevistas à equipe do Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil da Fundação Getúlio Vargas (CPDOC/FGV), no âmbito do *Projeto Memória do Banco Central do Brasil*, entre fevereiro e junho de 2016. Em suas entrevistas, além de descrever sua história de vida e sua experiência profissional, refletiu sobre as diferenças entre trabalhar no setor público e no setor privado e sobre a importância do planejamento no funcionamento da economia e na definição da política econômica. Abordou também sua trajetória no Banco

Central e a construção dessa Instituição. Além de tratar da redução do sistema de controles de câmbio, da importância de um programa fiscal e da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), o entrevistado refletiu sobre o contexto dos últimos anos e a agenda de reformas identificada e planejada para o país.

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

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

Sumário

Introdução, 9

Capítulo 1: Infância e Juventude: saindo da trilha da Medicina, 15

Capítulo 2: Formação em Economia, 18

Capítulo 3: Trajetória Acadêmica e Profissional, 32

Capítulo 4: Atuação no Setor Privado e no Setor Público, 40

Capítulo 5: Banco Central Durante o Governo Collor, 44

Capítulo 6: Negociações com o FMI, 50

Fotos, 53

Capítulo 7: Soros *Fund Management*, 81

Capítulo 8: Os Tempos de Banco Central, 91

Capítulo 9: A Crise de 2002, 116

Capítulo 10: Contexto Atual, 123

Capítulo 11: Política e Economia, 125

Anexos

Transmissão da Presidência do Banco Central do Brasil, 147

O Brasil na Encruzilhada, 151

Monetary Policy in a Transition to a Floating Exchange Rate: Remarks on the Recent Brazilian Experience, 155

Índice Onomástico, 160

Capítulo 1

Infância e Juventude: saindo da trilha da Medicina

Gostaríamos de conhecer um pouco de sua vida pessoal.

Nasci no Rio de Janeiro em 1957. Sou filho de pai carioca, médico e professor, e mãe americana, enfermeira. Meus pais se conheceram quando meu pai foi fazer residência médica nos Estados Unidos.

Apesar de minha mãe ser americana, viajei poucas vezes aos Estados Unidos durante minha infância. Minha mãe é da Pensilvânia, mas veio para o Brasil quando casou com meu pai, antes do meu nascimento, e está aqui até hoje. Lembro-me de ouvir minha mãe falando inglês, mas, em algum momento, parou-se de falar inglês em casa. Eu mesmo nunca falei inglês com a minha mãe, fui aprender anos depois. Já tinha o ouvido treinado, mas fui aprender bem mais tarde. Fui aos Estados Unidos pela primeira vez com dois anos, pois meu pai voltou para fazer mais seis meses de pesquisa. Depois disso, só visitei o país com onze anos e, posteriormente, dos 14 para os 15 anos. O lado americano da minha família é de origem irlandesa, e meu avô, John Breslin, foi político filiado ao Partido Democrata. Chegou a ser secretário do Trabalho do estado da Pensilvânia durante a depressão. Ele se orgulhava muito de ter tido essa incumbência em um período difícil e, também, de ter contratado o primeiro negro para uma função de gabinete na história do estado. Uma atitude bem progressista para a época.

Do lado paterno, cresci em um ambiente de médicos. Todos professores na Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Todos dedicaram parte das suas vidas ao serviço público, tanto no trabalho na universidade quanto em hospitais públicos. Cresci um pouco com essa visão de mundo, de ter um ganha-pão, mas também de dedicar tempo à sociedade e aos mais necessitados.

Assim, meu avô paterno foi médico e professor na UFRJ e era responsável por uma enfermaria na Santa Casa, à época hospital universitário. Chamava-se Arminio Fraga. Foi dele que herdei meu nome. Seu irmão mais velho, Clementino Fraga, também foi médico, professor e sanitarista. E foi, ainda, diretor do Departamento Nacional de Saúde, que era o equivalente ao Ministério da Saúde na época. Ele era uma espécie de ministro, na verdade, já que, na época, não havia 40 ministérios, como hoje. Clementino Fraga também foi deputado federal pelo estado da Bahia, estado de origem dele e de meu avô. Também integrou a Academia Brasileira de Letras. Trabalhou na primeira campanha contra a febre amarela ao lado de Oswaldo [Gonçalves] Cruz e foi responsável pela coordenação da segunda campanha. Foi um cara bacana. Fez muita coisa.

Tive mais contato com meu avô Arminio do que com meu avô americano. Quando fui aos Estados Unidos na adolescência, ele já tinha morrido e, por isso, as histórias que conheço dele foram contadas por minha mãe e por meus tios. Meu avô paterno também morreu quando eu ainda era criança, tinha apenas sete anos, mas eu era muito agarrado com ele. Todas as minhas lembranças com ele são dessa primeira infância. A essa altura do jogo, já não sei mais o que são lembranças e o que são fatos que me contaram, tudo é meio impressionista.

Estudei no Colégio Santo Inácio – um colégio tradicional do Rio de Janeiro – a vida inteira. Foi praticamente a única escola onde estudei. Fiz um pré-primário, mas não fiz maternal ou jardim de infância. Fui criado solto até entrar no Santo Inácio. Ao longo da caminhada no colégio, nunca pensei em ser outra coisa senão médico. Ser médico era, mais ou menos, um dado. Era bom aluno, vivia no meio de médicos e pensar em ser médico era praticamente automático. Mas, faltando pouquíssimo tempo para o vestibular, menos de seis meses, dei-me conta de que não tinha a mesma vocação que meu pai, meu avô ou meus tios, que respiravam Medicina 24h por dia, sete dias por semana. Foi quando decidi procurar outro caminho. Foi um choque para minha família, uma surpresa, certamente.

Tenho três irmãs, uma delas já falecida, e nenhuma delas seguiu carreira na área de Saúde. Não há médicos no nosso lado da família.

Escolhi Economia por eliminação. Sabia que queria trabalhar em algo que me possibilitasse fazer pós-graduação fora do país, mas pretendia criar minhas raízes aqui. Então, decidi não ser engenheiro, não ser médico, não ser advogado. Achei que, como economista, teria uma formação geral boa, mas não tinha nenhuma expectativa acadêmica. Eu pensava em trabalhar um pouco e, na sequência, eventualmente, fazer um MBA [*Master of Business Administration*], ou algum curso semelhante.

Quando estava na metade do curso de Economia na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), um grupo de professores – muitos egressos da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas (EPGE/FGV) – assumiu o Departamento de Economia, e o padrão acadêmico do curso foi, substancialmente, elevado. Era um novo projeto para o Departamento de Economia, liderado por Dionísio Dias Carneiro, Francisco [Lafaiete de Pádua] Lopes, Rogério [Ladeira Furquim] Werneck, Edmar[Lisboa] Bacha, Pedro [Sampaio] Malan, entre outros.

Capítulo 2

Formação em Economia

Quando o senhor iniciou o curso de Economia?

Ingressei em 1976 e comecei a trabalhar rapidamente. No segundo semestre, já trabalhava na Atlântica Boa Vista de Seguros, hoje, Bradesco Seguros. Era um emprego que demandava bastante esforço, pois ficava umas cinco horas por dia lá, além do tempo de ida e volta para a Tijuca, onde é a sede da empresa até hoje. O curso da PUC-Rio não era difícil, não exigia tanto, permitia esse tipo de combinação.

Nesse período, o Brasil vivia uma ditadura militar. Como foi essa experiência? Havia alguma repressão?

Era um ambiente tenso, de muita agitação dentro do *campus* da PUC, especialmente nos diretórios. No primeiro ano, tinha gente do governo na sala de aula, gente da área de informação, anotando, ouvindo. Todo mundo sabia quem eles eram.

O Departamento de Economia, como um todo, era um centro de reflexão sobre a economia brasileira. E várias pessoas se posicionavam pelo fim da ditadura. Alguns, depois, acabaram participando do governo. Eram pessoas que tinham ligação com Fernando Henrique [Cardoso], Pedro Malan, Edmar Bacha e outros mais jovens.

O que motivou esse êxodo de professores da EPGE para a PUC-Rio?

Essa migração ocorreu entre 1977 e 1978. Acredito que houve uma dissidência dentro da EPGE. Minha informação é de ouvir dizer, mas creio que a motivação tenha sido mais de natureza acadêmica do que qualquer outra [ideológica ou política].

Naquela época, havia uma importante discussão entre o monetarismo e o keynesianismo. O grupo de professores que foi da EPGE para a

PUC talvez tivesse uma postura um pouco mais keynesiana para os padrões da época. Na FGV, seguia-se uma linha mais liberal. Posso estar enganado, porque não sei ao certo, mas parece que foi tomada a decisão de indicar o [Carlos Geraldo] Langoni para ser o novo diretor da EPGE e, por isso, houve a cisão.

Os professores que foram para a PUC, nesse projeto de reconstrução do Departamento de Economia, influenciaram sua trajetória e a de seus colegas? Havia alguém do grupo que se destacasse nessa influência, que tenha sido seu mentor?

Quando a turma da EPGE chegou à PUC, o ritmo do curso mudou bastante, ficou mais acelerado, o que fez com que me interessasse mais pelos temas que eram debatidos ali. E, de certa maneira, eles identificaram em mim um aluno bom e também me redirecionaram. Começaram a questionar meu projeto de fazer um MBA porque achavam que eu devia fazer um doutorado.

Todos exerceram uma influência grande sobre mim. Eu era mais próximo do Dionísio. Eu gostava de matemática e ele deu um curso de matemática para economia bastante difícil. Mas fui aluno de todos e todos foram importantes para mim. Houve também professores externos. O departamento era aberto. Fiz dois cursos com Paulo Guedes, que havia recém-chegado de Chicago. Isso me possibilitou um treinamento maior nessa linha e foi importante. Acabei fazendo, na minha dissertação de mestrado, uma espécie de resenha sobre a literatura de expectativas racionais que, de início, foi uma inovação rejeitada pela linha mais keynesiana. Depois, tornou-se claro que essa era uma boa forma de modelagem. No fundo, é não supor que as pessoas sejam sistematicamente irracionais. Talvez seja a maneira mais natural de explicar. Ao admitir uma irracionalidade mais radical, no fundo, pode-se explicar qualquer coisa. Claro que, hoje, existe imensa literatura sobre comportamento que se beneficia de lições aprendidas na Psicologia. Evoluiu-se muito e foram incorporados mecanismos de aprendizado, incerteza e mais até. É um tema vivo até hoje. Na época, foi rechaçado porque considerou-se um absurdo a suposição de que todos saibam tudo. Mas não é bem isso, trata-se de um método para modelar as coisas, de pensá-las. Acho que tive sorte na escolha do tema.

Na PUC, tivemos também dois professores visitantes que foram muito importantes para mim. Um deles, John Williamson, que deu um curso de economia internacional. Assisti a seu primeiro curso, que ele tentou dar em português por exigência da universidade, e foi dramático, porque ele não falava português, apesar de ser casado com uma brasileira. Ainda assim, foi um bom curso e pude me aproximar dele. Williamson dava aulas na Inglaterra, na Universidade de Warwick, se não me falha a memória. O outro foi o Carlos Díaz Alejandro, professor de origem cubana, que lecionava na Universidade de Yale e também um grande nome na literatura de economia internacional, de desenvolvimento econômico e de história econômica. Ambos me deram cartas de recomendação para fazer o doutorado. Os professores brasileiros também, claro. Ao final do curso de graduação, emendei o mestrado. Fui uma espécie de cobaia, eles me puseram para fazer os cursos do mestrado quando eu ainda estava no meu último ano de graduação.

O mestrado estava apenas começando naquela época. Os cursos que fiz eram os da segunda ou terceira turma. Fiz quatro cursos, quer dizer, um semestre. Com isso, antecipei minha ida para os Estados Unidos em um ano, pois consegui finalizar o mestrado na metade do ano e não no final, como é de praxe. Na época, adiantar era algo que eu queria. Acho que não teria feito diferença na minha vida, mas fiquei feliz por ter conseguido. Era um ambiente muito estimulante. O Brasil vivia o final do milagre [econômico], e a inflação começava a aumentar. Após o primeiro choque do petróleo, começávamos também a ver o aperto na área de balanço de pagamentos. A economia, a essa altura, já estava indexada, com inflação pressionada, e discutia-se sobre o que fazer com ela e com o país em geral. Houve o famoso debate entre [Mário Henrique] Simonsen e [Antônio] Delfim [Netto], e havia várias outras discussões acontecendo. A inflação foi subindo aos poucos nesse período, mas foi. E este passou a ser um tema de discussão: o que fazer a respeito da inflação, como estabilizá-la, como tratar a inércia, a passividade? Havia um clima extremamente gostoso e estimulante para a pesquisa.

Isso ainda no fim dos anos 1970 ou já no começo dos anos 1980?

Ainda no final dos anos 1970. O papel do Banco Central, em meio a isso tudo, era questionado quando se tinha por base a visão tradicional, baseada em Milton Friedman, de que a inflação é sempre um fenômeno monetário. E esses questionamentos eram feitos em um ambiente de indexação que gera resistência à queda da inflação, inércia. Esses eram temas que nós, ainda alunos de mestrado, discutíamos, mas não éramos os únicos a fazê-lo. O curso sobre finanças públicas, discutia outros aspectos da economia brasileira, como o papel das estatais – que eram muitas – no Brasil. Naquele momento, a economia brasileira tinha uma presença enorme do Estado, muito maior do que a que se tem hoje. Todos os estados tinham um banco próprio, e vários setores importantes eram controlados pelo Estado. O setor de telecomunicações, por exemplo, era inteiramente controlado pela Telebrás e suas subsidiárias locais. No setor de energia, a geração estava sob a tutela da Eletrobrás, órgão federal; e a distribuição, controlada por distribuidoras de energia estaduais. O governo controlava a mineração com a Vale do Rio Doce; na siderurgia, havia uma *holding*, a Siderbrás. Também havia os bancos federais, como o Banco Nacional da Habitação (BNH), que não existe mais. E, claro, a Petrobras, que continua aí. Tratava-se de uma economia muito, mas muito estatizada mesmo. Privatizações eram um tema quente também. Privatizar ou não privatizar. O interessante é que vivíamos em um regime autoritário, acusado de ser liberal, mas que não era tão liberal assim, e que tinha uma visão de economia que sobreviveu e que foi ressuscitada, em parte, de forma incompetente, a partir do segundo mandato de [Luís Inácio] Lula [da Silva], especialmente a partir de 2010.

Surpreendentemente, naquela época, havia muito mais planejamento do que hoje. O que faz falta. Considero-me bem liberal, mas acredito que deva haver planejamento. As empresas planejam. Não há nada mais liberal do que uma empresa. Especialmente as que não se promiscuíram com o governo, que competem no mercado, elas também planejam. Não é nada soviético planejar.

A essa altura do jogo, eu já estava completamente fisgado pela Economia, já lia, estudava muito e vivia consultando meus professores, pedindo sugestões de leitura para os temas mais variados. Lembro-me de fazer matérias eletivas na PUC, no Departamento de Sociologia e em outros. O curso que fiz no Departamento de Sociologia abordava Marx, as categorias marxistas de mais-valia, teoria do valor-trabalho, composição orgânica do capital e outros temas, assim, misteriosos.

Deviam achar estranho um aluno de Economia na Sociologia, não é?

Por vezes, eu era o único aluno de Economia fazendo uma eletiva de Sociologia. E como era um aluno de Economia e entendia um pouco de matemática, às vezes, era identificado. Lembro-me de um trabalho de grupo sobre as origens do comunismo no Brasil em que fomos até o Museu Histórico Nacional para pesquisar. Eu aproveitei e vi as fotos famosas do Rio antigo, do [Augusto] Malta. As ciências sociais eram muito organizadas sob uma estrutura marxista. Abordavam, por exemplo, a luta de classes, dando peso à economia como um fator determinante no entendimento das questões.

Havia algum debate entre os professores dos Departamentos de Economia e Sociologia?

Não sei dizer ao certo. Parecia que não dialogavam muito. O Departamento de Economia estudava a história do pensamento econômico mais como cultura geral, não havia viés marxista no Departamento de Economia.

Havia algum viés liberal no Departamento de Economia? Quão diversificadas eram as perspectivas dos professores?

Penso que havia uma linha liberal, sim, mas não monetarista, não friedmaniana no limite, não defendiam o Estado mínimo, por exemplo. Sempre houve na PUC uma crença sobre a importância do Estado como um motor de desenvolvimento e também promotor de redução das desigualdades. Mas dizia que a linha geral era liberal, certamente. Com nuances. Contudo, o principal tema de discussão, naquele momento, era a inflação.

Todos sabiam que o controle da inflação era a prioridade?

Sim, a inflação era o tema principal e, a partir de 1982, o tema balanço de pagamentos também se tornou relevante, mas, nessa época, eu já não estava na PUC, estava em Princeton.

O balanço de pagamentos enfrentou dificuldades, inicialmente, em 1980, mas foram contornadas. Naquele período, o Banco Central atuava junto aos grandes centros bancários, renovando linhas de financiamento, organizando operações de crédito. Em alguns momentos, a situação tornou-se mais aguda, até que, em 1982, não foi possível continuar e o país interrompeu os pagamentos internacionais. O México foi o primeiro a decretar moratória, depois foi o Brasil. A questão externa passou, então, a ser um tema maior. Era o início da década perdida, do ambiente econômico caótico e da inflação fora de controle. É interessante notar que, durante todo esse período, não se conhecia precisamente o estado das finanças públicas do Brasil, havia números esparsos dos vários orçamentos. E esse não era um ponto que suscitasse preocupações, como ocorre hoje. Apenas a partir da estabilização, quando a situação ficou um pouco mais transparente, tornou-se relevante.

Já a discussão sobre a inflação, durante a década de 1980, espelhava a combinação do que estava acontecendo com a demanda, em um ambiente no qual a inércia era muito forte, no qual havia muita indexação. Então, a turma da PUC, observando a evolução das tentativas de estabilização ao longo do tempo, convenceu-se da necessidade de desindexar a economia de alguma forma. Foi o início de uma sequência de planos de estabilização. Antes, contudo, houve a famosa tentativa de estabilização sob a gestão do [Affonso Celso] Pastore, na qual promoveu-se uma forte restrição de demanda, mas não se avançou na questão da indexação. O resultado foi muito frustrante, uma recessão brutal. Após esse esforço, iniciou-se a fase de tentativas heterodoxas de controle da inflação, que foram então para outro extremo: desindexação desacoplada do tradicional controle da demanda.

A primeira tentativa de estabilização foi com o Plano Cruzado, um plano, à época, muito impressionante, mas que se sustentou por pouco tempo, pois o restante do conjunto de medidas não foi

implementado. Mesmo quando a própria equipe buscou agir, o plano, politicamente, não era viável.

Na minha época de PUC, eram esses os temas que discutíamos. Cheguei a fazer um curso de história econômica do Brasil com Pedro Malan, cujo título era *Economia brasileira do século XX*. Um curso extraordinário, no qual tivemos acesso à literatura sobre a industrialização e os regimes cambiais. Tenho o caderno de notas do curso guardado, com muito carinho, até hoje.

O senhor fez o mestrado em um ano e meio?

Sim, quando ainda estava no último período da graduação, já havia adiantado os cursos de estatística e de econometria, o primeiro módulo de macro e o primeiro curso de teoria econômica. O restante dos créditos, consegui acelerar para terminar em três semestres.

Concluído o mestrado, o senhor foi para a Universidade de Princeton fazer o doutorado. Seu objetivo era ser professor?

Nessa época, me imaginava voltando para o Brasil e tendo uma vida, mais ou menos, no modelo da minha família: baseado na academia, mas sem perder a conexão com o mundo real, prestando consultoria, ou algo nessa linha, não apenas para complementar minha renda, mas, também, pelo interesse de estar conectado à realidade. Gosto de fazer e de compreender como a realidade funciona. Decidi ir para Princeton porque ainda estava em dúvida entre fazer o MBA ou o doutorado. O doutorado tinha bolsa, o MBA não. Fui me direcionando, cada vez mais, para o doutorado.

As bolsas de doutorado eram oferecidas pela Universidade de Princeton?

As bolsas, na época, eram concedidas pelo governo brasileiro e eram boas. A bolsa que consegui no mestrado foi da Capes [Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior] e a do doutorado, do CNPq [Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico], ou vice-versa. Recebi bolsa durante todo o período em que fui estudante de pós-graduação.

Tinha a opção de estudar finanças e matérias afins como parte do curso, o que acabei fazendo. Não pensava, concretamente, nas oportunidades futuras, mas sabia que, seguindo esse caminho, teria mais opções. Como tinha interesse acadêmico no tema, foi uma opção natural. Além disso, na época, o curso de doutorado era realizado em quatro anos. Hoje são 5, 6 anos. Acabei concluindo em três anos e meio. Defini um tema de tese muito rapidamente. Foi um período maravilhoso. Apesar de ter feito o mestrado e de ter sido bom aluno, tive que me esforçar muito, no primeiro ano do doutorado, para atingir os objetivos. Foi o que fiz e foi ótimo, deu tudo certo. Depois, foram dois anos e meio de paraíso intelectual. Realmente, eu adorava aquilo. Tinha mil ideias de pesquisa e professores fantásticos. Foi muito bom.

Quais professores de Princeton mais o influenciaram?

Quando fui estudar lá, meu objetivo era trabalhar com John [Brian] Taylor, o criador da regra de Taylor,¹ o que consegui concretizar. Cada aluno devia escrever um *paper* [artigo acadêmico] de segundo ano, e foi John quem me orientou nesse *paper*. Se ele não tivesse ido para a Universidade de Stanford, provavelmente teria sido o orientador da minha tese também. Com sua saída, mudei um pouco de área e fui trabalhar com Willian [Hoban] Branson e Peter [Blain] Kenen, professores da área de economia internacional. Terminei as disciplinas no primeiro semestre de 1983 e, nesse momento, o Brasil já havia decretado moratória. Os temas da crise do balanço de pagamentos e dos programas de ajuste me interessavam muito, além dos temas de inflação e de indexação. Eu havia feito o curso de economia internacional com Branson, que foi um excelente professor. Já Peter Kenen trazia o lado institucional que me interessava, embora não estivesse tanto na fronteira da teoria quanto Branson. Além desses, fui aluno de Alan [Stuart] Blinder – grande professor –, que lecionou o primeiro curso de macroeconomia; de Joseph [Eugene] Stiglitz –

1 A Regra de Taylor é uma equação introduzida por John Taylor em um artigo de 1993 que prescreve o valor para a taxa dos *fed funds* – taxa de juros de curto prazo indicada pelo Comitê de Mercado Aberto do Federal Reserve (FOMC) – tendo por base a taxa de inflação da economia e os hiatos do produto e/ou do emprego. Ver: TAYLOR, John B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. 39 (1993) 195-214. North-Holland.

brilhante acadêmico –, professor de teoria aplicada a temas variados; de Hugo [Freund] Sonnenschein, que foi professor do Carlos Ivan [Simonsen Leal] e do Sérgio [Ribeiro da Costa] Werlang, que entraram um ano depois de mim em Princeton; e de Avinash Dixit, provavelmente o melhor professor que já tive.

Todos eram excelentes, mas o Avinash dava um curso de comércio internacional que, no fundo, é um curso de política pública em uma economia aberta, política micro, política tributária. Foi um curso muito elegante, no qual se tratava dos temas de comércio internacional, incorporando aspectos contemporâneos como incerteza nos modelos tradicionais, dimensão intertemporal; falava também de comércio de ativos, e não só de bens. Abordava também algo que era novidade na época: modelos com concorrência imperfeita, que são absolutamente essenciais. Ele também lecionava um minicurso de finanças públicas e teoria da taxa ótima. Era um curso genial. Assim que voltei para o Brasil, dei esse curso. Era espantoso como ele abordava toda a literatura, unificava as notações – porque cada autor que escreve um trabalho utiliza uma notação diferente nos modelos: com letras gregas, sem letras gregas – e ensinava aquilo com uma clareza incrível.

Tive aulas também com Dwight Jaffee, sobre temas de finanças e de intermediação financeira. No final do curso, chegou Ben [Benjamin Shalom] Bernanke, que foi *chairman* do *Federal Reserve Board* (Fed). Não fui seu aluno, mas ele chegou a ler minha tese, e mantivemos contato para o resto da vida. Uma pessoa muito simples e agradável. Esses foram os principais. Tive bons professores.

Acabei escrevendo a tese rápido porque explorei um tema teórico, derivado dos trabalhos do Branson, sobre determinação de diferencial de juros entre dois países, estudando os determinantes do prêmio de risco. Um modelo de finanças que acabei publicando.² Escrevi também, contra a vontade de meus orientadores, um trabalho de história econômica comparativa. Escrevi no verão de 1984, enquanto estagiei na *International Finance Section* do Fed, em Washington. Aliás, esse foi um estágio muito importante para mim. Era bastante

2 FRAGA NETO, Arminio. Price uncertainty and the exchange rate risk premium. 1986. *Journal of International Economics*, 20, pp 179/185.

concorrido, só havia três vagas, e eu consegui. E fui um aluno bastante razoável por lá. Nesse estágio, conheci muitas pessoas das quais sou amigo até hoje. Em particular, Ken [Kenneth Saul] Rogoff, hoje professor na Universidade de Harvard. O texto que escrevi era bastante longo e comparava a crise brasileira com a crise alemã no início da década de 1930. Pós-hiperinflação, mas já nos primeiros momentos de Hitler. Escrevi esse *paper* usando um pouco da literatura de assimetria de informação – um dos temas mais palpitantes de finanças na época – de uma forma totalmente aplicada. Esse *paper* não tinha nenhum modelo, mas tinha ideias para elaborar alguns, o que acabei nunca fazendo. Submeti esse artigo à revista *Essays in International Finance* da *International Finance Section*, uma publicação de Princeton de certo prestígio, na época.³ Com esse artigo, já tinha dois *papers* publicados.

Estávamos no início de 1985, e eu estava com muitas dúvidas sobre o que fazer. Candidatei-me a escolas bastante boas no mercado de trabalho acadêmico norte-americano. Apesar de não ter sido chamado pelas Top 5, fui chamado pelas escolas seguintes no *ranking*. Fazia parte dos 20% do topo da minha turma. Fiz palestras no *job talks* na Universidade da Pensilvânia, na Universidade de Michigan e na Universidade de Nova Iorque (NYU). Considerava que teria chances de receber uma oferta de Michigan e da NYU e queria muito ir para NYU, porque já tinha um pouco a coceira de estar perto do mercado financeiro. Estava muito animado com essas alternativas quando recebi uma oferta de trabalho no Brasil, do Banco Garantia, que era, na época, um dos bancos de investimentos independentes mais importantes do país, embora pequeno. Foi o berço de empresários que, depois, construíram um império: Jorge Paulo Lemann, Marcel [Hermann] Telles e Carlos Alberto [Veiga] Sicupira. Acabei aceitando a oferta do Garantia para ser economista-chefe do banco, posição que havia sido ocupada por Cláudio Haddad e André [Pinheiro de] Lara Resende. Cláudio⁴ já havia passado pelo Banco Central; e André⁵ ainda não,

3 FRAGA NETO, Arminio. German repatriations and Brazilian debt: a comparative study. 1986. *Essays in International Finance* nº 163, Princeton: International Finance Section, Department of Economics.

4 Cláudio Luiz da Silva Haddad foi diretor de Política Pública de 11 de julho de 1980 a 31 de dezembro de 1982, na gestão de Carlos Geraldo Langoni como presidente do Banco Central do Brasil.

5 André Pinheiro de Lara Resende foi diretor da Dívida Pública e Mercado Aberto de 4 de setembro de 1985 a 6 de janeiro de 1987, na gestão de Fernão Carlos Botelho Bracher como presidente do Banco Central do Brasil.

mas o faria mais tarde. Eu também havia sido aluno do André e, por recomendação dele, o pessoal do Garantia me entrevistou e acabou por me contratar. A oferta foi bem rápida e, antes de ter retorno das universidades norte-americanas, eu já havia aceitado. O Brasil passava por uma fase muito interessante e tratava-se de uma posição em um banco no qual os funcionários podiam tornar-se sócios. Além disso, havia sido berço de economistas de grande prestígio. A exemplo do Cláudio, que saiu do Garantia para o Banco Central, e do André, que participou da elaboração do Plano Cruzado.

Deixei o mercado de trabalho acadêmico norte-americano e voltei ao Brasil. Eu já tinha dois *papers* submetidos e aceitos para publicação E, por isso, recebi o diploma. Meus orientadores – e a universidade – ficaram um pouco aborrecidos por eu ter abandonado o mercado de trabalho acadêmico, afinal a oferta de uma boa universidade é importante para o histórico da universidade, mas não se queixaram muito, e eu voltei.

Ainda sobre seu estágio no Board do Fed, em 1984, como foi essa experiência? Como foi o processo de seleção? Apenas três pessoas foram chamadas?

Entrei no processo seletivo e fui chamado com base no que já vinha trabalhando, a linha de pesquisa da qual participava, as cartas do meu orientador e outros professores, além das boas notas. Chamado, fui integrado à área internacional do banco. Éramos bastante livres para fazer o que quiséssemos e interagir com o *staff*. O presidente do Fed, na época, era o Paul [Adolph] Volcker, que tem boas histórias em relação ao Brasil.

Nesse mesmo período, o Brasil estava tentando resolver problemas de balanço de pagamento, de dívida. O Delfim era ministro, e já havíamos assinado diversas cartas de intenção para fechar acordos com o FMI. Durante o verão em que fiz o estágio, Delfim passou no FMI e no Fed. Dentro do Fed, havia uma pessoa da equipe internacional responsável somente pelo Brasil que se tornou meu amigo e, hoje, trabalha conosco na Gávea Investimentos, que é o Tom Glaessner. O Tom fez uma excelente carreira no Fed e, depois, no Banco Mundial.

Depois, foi trabalhar no mercado. Trabalhou comigo no Soros [*Fund Management*] e depois foi para o Citibank. Quando abrimos a Gávea Investimentos, nós o convidamos para vir trabalhar conosco. Mas, naquele momento, em 1984, Tom estava desesperado com o Brasil, que vinha nesse frenesi de carta após carta ao FMI e não cumpria as metas acordadas. O que acontecia, na verdade, é que Delfim hipnotizava todo mundo quando aparecia por lá. Brilhante e criativo, contava algumas histórias e ia embora com um novo acordo. Mas, naquele período, as coisas não estavam dando certo. Foi quando me chamavam para ajudar a ler documentos brasileiros, jornais, porque eu falava português e porque, àquela altura, já entendia um pouco de economia. Foi sensacional. Obviamente, não tive contato com Volcker, mas apresentei meus trabalhos lá. Especialmente o texto que escrevi de história econômica comparativa, ao qual me referi antes.

O Fed tem uma excelente biblioteca e arquivos muito bons. Lancei mão daquele material e apresentei esse trabalho mais histórico, que fez muito sucesso. Algumas pessoas se lembram, até hoje, do seminário; tratava-se de uma história interessante, de fato. Eu abordava dois temas. O primeiro sobre o lado do devedor, ou seja, entender por que os países postergam seus ajustes. Isso está sendo feito, agora, aqui no Brasil e também na China. Acontece que os problemas vão se acumulando e, um belo dia, você tem uma crise enorme. No *paper*, eu comparava a trajetória do Brasil e da Alemanha, e o que foi e o que não foi feito nesses dois países. Quando o Simonsen saiu do governo, o Brasil tomou a famosa decisão de financiar, postergar ou alongar o período de ajuste ao choque, o que deixou o país vulnerável e, quando as coisas pioraram, houve um choque promovido pelo próprio Paul Volcker, que aumentou os juros incrivelmente no início da década de 1980. O resultado foi a grande crise. Há uma análise econômica tradicional do comportamento dos países que diz que, quando um choque é permanente, não adianta financiar muito, o país precisa fazer o ajuste. A outra dimensão abordada no *paper* é bem interessante. Que o Brasil tenha decidido postergar o ajuste é algo que pode ser atribuído a problemas políticos e coisas do gênero. O curioso é que os bancos continuassem a financiar um país que, claramente, não estava fazendo o ajuste necessário. Havia toda

uma literatura na época tentando compreender o porquê disso, do comportamento de rebanho – que continua até hoje –, e como os países se metiam nesse tipo de confusão.

Uma coisa que aprendi na época, e que trago comigo até hoje, é que o maior problema, o sintoma mais grave, é o acúmulo de dívidas de curto prazo. Isso faz com que se fique vulnerável e, se acontece alguma coisa, o financiamento de curto prazo desaparece, e o país fica a ver navios. Principalmente naquela época, porque havia menos mobilidade de capital, não havia muitos derivativos. Então, dívida de curto prazo produzia uma fragilidade incrível e pouco importava se tivesse sido contraída para financiar consumo, investimento, *deficit* público ou ajuste. A partir do momento em que a dívida acumulada atingisse determinado patamar e seu prazo de vencimento encurtasse, a possibilidade de uma crise crescia muito. Essa era minha argumentação, e havia pesquisadores começando a modelar isso na época.

Da mesma forma que era importante entender o comportamento do devedor, também era interessante entender por que os financiadores, tipicamente bancos, continuavam a emprestar. Então, desenvolvi duas argumentações originais para esse comportamento. Uma delas voltou à moda recentemente, tem gente escrevendo sobre isso. É o argumento que diz respeito a uma externalidade do próprio processo, onde cada prestador, do ponto de vista individual, não leva em conta o impacto do seu empréstimo no risco agregado do país. Quando todos fazem isso ao mesmo tempo, o país acaba totalmente endividado e com problemas.

O outro argumento que desenvolvi foi o da corrida bancária. Havia uma literatura muito recente e também muito famosa, o modelo *Diamond-Dybvig* de corridas bancárias e crises financeiras.⁶ Foi um *paper* revolucionário nessa área. Minha abordagem era parecida, mas no contexto internacional, algo que interessava a muitos naquela altura. Profissionalmente, escrever esse artigo foi muito bom para mim porque, apesar de não ter sido um *paper* tecnicamente relevante, já que havia pouca técnica propriamente dita, tratava de assuntos de

6 DIAMOND, Douglas W.; DYBVIG, Phillip H. Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *The Journal of Political Economy*, vol. 91, nº 3, Jun, 1983, pp. 401-419.

grande interesse para muitas pessoas. Escrevi o texto com o objetivo de organizar minhas ideias e também para, de certa maneira, iluminar os trabalhos teóricos ou empíricos que eu tinha a intenção de fazer como acadêmico e que acabei não fazendo. Quando fui trabalhar no mercado e, até mesmo, no governo, essa pesquisa me ajudou bastante, porque me possibilitou compreender um pouco a história por trás da crise.

Esse estágio no Fed durou um verão?

Sim, três meses. Minha filha (Mariana Nóbrega Fraga) tinha acabado de nascer, e sublocamos metade de uma casinha, do outro lado do rio, na Virgínia. Todos os dias, eu ia para o escritório cedo e minha esposa ia me buscar com nossa filhinha no fim da tarde. Aproveitava o fim do dia com elas e voltava a estudar à noite. Foi um verão muito bom, e muito quente, como costuma ser em Washington. Durante esse estágio, conheci várias pessoas com quem teria convivência próxima no futuro, pessoas do FMI, do Banco Mundial, do BID, enfim, pessoas que pensavam temas internacionais, que era minha área de atuação.

Em Princeton, o senhor se sentia mais afastado da realidade e dos problemas do mundo real?

Não. O curso de doutorado nos prepara para pesquisa, então, a maior parte do meu tempo era dedicado a aprender teoria, aprender métodos e foi, essencialmente, o que fiz lá. Mas manter um certo nível de conexão com a realidade sempre traz muitas ideias de pesquisa. Naquele momento, eu não pensava que iria trabalhar como investidor. Aliás, isso jamais tinha passado pela minha cabeça. Eu imaginava, no máximo, trabalhar com consultoria, ou algo assim. Minha ideia era ser acadêmico.

Capítulo 3

Trajetória Acadêmica e Profissional

O convite para trabalhar no Banco Garantia surgiu, como mencionou, de uma indicação de André Lara Resende. Conte-nos um pouco mais sobre o processo de seleção, sobre o banco em si e sobre sua atuação nele.

Quem recomendou meu nome foi o André Lara Resende, mas quem me entrevistou foi outro sócio [Fred Packard], que estava passando por Nova Iorque na época. Peguei o trem de Princeton e fui encontrá-lo. Ele me entrevistou e já fez a oferta naquele encontro; aceitei na mesma hora, sem negociar nada. Eles me contrataram para ser economista-chefe, mas, como o banco era muito enxuto, a piada é que eu seria chefe de mim mesmo, porque não havia mais ninguém. Somente depois de alguns anos tive um assistente.

O Garantia era muito rentável e tinha introduzido a possibilidade de qualquer um que fosse trabalhar lá tornar-se sócio. E os sócios ganhavam bastante dinheiro. Era um banco interessante também. Na verdade, era um negócio meritocrático e o objetivo era ganhar dinheiro. Foi isso que me fisionou. A oferta que me foi feita foi a que faziam a todos. Não havia flexibilidade no salário-base, que era baixo. Fizeram uma oferta pífia, mas afirmaram que, se eu fosse bem, poderia ganhar bônus. Eu tinha juntado algum dinheiro em Princeton, já que no Fed, para os padrões de um estudante, eu ganhava bem. A partir do terceiro ano, atuei como assistente de ensino, o que me possibilitou juntar algum dinheiro. Chegando ao Brasil, comprei um carro usado, eletrodomésticos e fui à luta.

Foi nessa época que o senhor começou a dar aula na EPGE e na PUC também?

Na verdade, comecei na PUC. Queria dar aulas de macroeconomia, de economia internacional e de finanças que, na época, era uma novidade. Mas pediram que eu desse o curso de teoria econômica. Eu estava

superpreparado, tinha me saído muito bem nessa área. Eu dava o segundo curso de teoria, mas, depois de um tempo, cansei. Não tinha vontade de ficar dando aulas de teoria, queria dar cursos sobre meus campos de atuação. Foi quando o Carlos Ivan e o Sérgio Werlang, que já tinham regressado de Princeton, me chamaram para a EPGE, onde eu poderia dar o curso que quisesse.

Isso aconteceu em 1986, 1987. Na EPGE, dei um curso de finanças e um de economia internacional. Acredito que tenha dado esses cursos mais de uma vez, não me recordo. Tanto a experiência na EPGE, quanto na PUC foram muito boas. Tive alunos muito bons. Na EPGE fui professor do Joaquim [Vieira Ferreira] Levy, do Renato Fragelli [Cardoso] e do [Luiz Guilherme] Schymura [de Oliveira]. Já na PUC, Pedro [Cavalcanti Gomes] Ferreira, Afonso [Sant’Anna] Bevilacqua, Ana Dolores Novaes, Demosthenes Madureira de Pinho foram meus alunos, entre outros.

Nesse período, eu trabalhava no banco e dava aulas. Combinei com o pessoal do banco que continuaria a dar aulas. No Garantia, comecei como economista-chefe, mas, como tinha estudado finanças, rapidamente acumulei a função de gerenciar a área de bolsa e, por isso, tomar posições. Como comecei bem cedo, esse lado mais aplicado se manifestou porque, naquele momento, introduziram operações com derivativos na Bolsa. E estavam totalmente fora de preço. Então, fui falar com Marcel, que era meu chefe na época. Depois, ele saiu para montar essa gigante da cerveja no mundo.⁷ Ele respondeu, e era típico dele: “Ah, faz você”. Então, eu fiz, e foi uma boa área para explorar. Gostava muito do Garantia, estava satisfeito, mas, em determinado momento, eu e minha esposa resolvemos voltar para os Estados Unidos. Foi uma decisão muito difícil. Eu adorava o banco, mas recebi uma oferta para lecionar na Escola de *Business* da Universidade da Pensilvânia, a *Wharton School*. E fui. Fiz essa loucura. Achei que a escola era muito bem-conceituada e, se quisesse, me recolocaria no mercado facilmente. Ainda tinha o desejo, ainda não totalmente eliminado, de seguir carreira acadêmica. E a oferta foi excelente, em uma escola superinteressante, com pessoas muito boas.

7 Anheuser-Bush InBev (AB InBev)

Então, fui, mas logo me convenci de que aquilo não era para mim. Passei um ano dando aulas na Wharton e, de lá, fui para o [banco de investimentos] *Salomon Brothers* em Nova Iorque. Não voltei mais para a academia em horário integral. Sempre dei aulas, mas não em tempo integral.

Como surgiu o convite para trabalhar no Salomon Brothers?

Depois de seis meses em Wharton, cheguei à conclusão de que queria voltar para o mercado e ficar nos Estados Unidos. Fui buscar oportunidades e consegui entrevistas em dois bancos. Era uma época em que não havia muitas ofertas em *Wall Street*. Havia uma onda de demissões. Primeiro fiz uma entrevista no *Bankers Trust*, onde um colega de Princeton trabalhava. Também procurei um economista do Salomon com quem já havia feito um contato para um emprego de verão – que não consegui –, quando ainda estava em Princeton. Foi difícil. Eu morava na Filadélfia, e tinha que pegar o trem para Nova Iorque para cada bloco de entrevistas. Fiz 27 entrevistas.

Tinha cismado que não queria trabalhar com mercados emergentes, nem com o Brasil. Queria me provar. Falava que queria linha de frente. Até que me fizeram uma oferta. Fui para uma área de produtos novos, acoplada a um grupo muito famoso que fazia arbitragens de preços e que depois tornou-se o *hedge fund* Long Term Capital Management (LTCM), do John [William] Meriwether. Era espetacular. Um caos, mas com muita energia. O que aconteceu foi que, depois de seis meses, eu tinha tantas ideias de posição para tomar em mercados emergentes que eles criaram uma posição que não existia, a de *trading* proprietário, que operava o capital da casa nesses mercados. Fiz isso por um ano e meio. Adorava, estava me saindo muito bem.

Era uma espécie de tesouraria?

Sim. Eles não tinham uma tesouraria para mercados emergentes, na época chamados de LDCs [*Less Developed Countries*], mas insisti tanto que havia oportunidades interessantes para se posicionar, que eles acabaram dizendo que eu fosse operar. Eu tinha posições no México e no Brasil também. Trabalhava muito próximo, e me tornei

amigo, de um acadêmico famosíssimo, ganhador do Prêmio Nobel de Economia em 1997, Myron [Samuel] Scholes, que desenvolveu o modelo de Black-Scholes. Foi ótimo. Eu não teria saído de lá tão cedo, mas me chamaram para o Banco Central. Trabalhar no Salomon com Meriwether e Scholes era espetacular.

No início, eu estava na área de produtos e era preciso entender o que os clientes queriam e que oportunidades existiam no mercado para fazer as arbitragens. Era um trabalho no qual desenvolvíamos produtos, visitávamos empresas, conversávamos. Na época, não havia, nos Estados Unidos, mercado de títulos indexados. Tentamos desenvolver um produto para fundos de pensão, uma espécie de título indexado de longo prazo. Isso porque o risco para um aposentado é muito grande, mesmo com a inflação baixa como era a de lá, de 4%, 3% ao ano, especialmente se você vive 30 anos ou mais após a aposentadoria. Então, com minha cabeça de brasileiro, tentei criar um produto que nada mais era do que uma anuidade indexada. A pessoa se aposentava e, então, a aposentadoria era indexada. No Salomon, pensávamos em como fazer *hedge* para esse produto, coisas assim. Era uma área muito técnica. Considero essa experiência como tendo sido meu segundo PhD, em finanças.

Aos poucos, comecei a olhar o mercado de dívida emergente, e outras oportunidades, nos próprios mercados emergentes. Montei três posições grandes que foram extremamente rentáveis. Uma consistia em comprar dívida brasileira: o Brasil estava em *default* e os títulos da dívida estavam cotados com um desconto enorme. Havia vários tipos de títulos ou de empréstimos. Quando se iniciou o processo de negociação da dívida anunciou-se que os títulos de algumas empresas ficariam de fora da negociação: BNDES, Vale do Rio Doce, Petrobras. O mercado não entendeu. Não se tratava de arbitragem, mas de mera especulação e fizemos. Essa posição foi extraordinária.

O senhor se lembra, mais ou menos, de quanto era o desconto médio do título?

Não me lembro, mas era um *yield* muito alto. Havia uma volatilidade enorme. A dívida era negociada a R\$0,50 por dólar, ou menos, e esses títulos estavam precificados a R\$0,60. Títulos ou empréstimos;

eram mais empréstimos, até. Era difícil comprar, então tínhamos que negociar. Fui ao Japão falar com bancos japoneses, para ver se queriam vender suas posições, por exemplo.

Outra área interessante surgiu a partir do Plano Brady⁸ para o México em 1989. O México emitiu títulos de longo prazo. Os mais famosos eram os *par bonds* e os *discount bonds*. Eram títulos idênticos do ponto de vista legal e documental, mas um era remunerado a uma taxa flutuante, enquanto o outro, a uma taxa fixa. Havia essa opção entre o tipo de taxa porque, dependendo do banco e dependendo do país, as necessidades ou restrições regulatórias eram diferentes. Alguns queriam realizar logo um prejuízo e usar os créditos fiscais. Outros não queriam reconhecer prejuízo. A emissão de papéis atendia a essas demandas. É como em uma sorveteria: se forem oferecidos vários sabores, o negócio será mais bem-sucedido. Então, era vantajoso para o Brasil oferecer um cardápio variado de papéis, que precisavam ser desenhados, precificados e tal. Era um trabalho bem complexo e estimulante. O México fez isso e os títulos estavam totalmente fora de preço no mercado. O detalhe era que não havia um mercado de empréstimos organizado. Então, era necessário pegar um avião e negociar o empréstimo com o dono dos papéis. No geral, eram *par bonds* que tinham um cupom fixo. Os donos dos papéis tinham a intenção de carregá-los até o vencimento. Então, propúnhamos que eles nos emprestassem o título. Oferecíamos um pagamento e eles poderiam aumentar seu ganho.

O senhor estava alugando os títulos?

Isso. Alugávamos os títulos para vender o que estava caro e comprar o que estava barato. Como um era remunerado a uma taxa flutuante e o outro, a uma taxa fixa, a operação era um pouco mais complicada para fazer os *hedges*, por exemplo. Era uma operação linda e super

8 O Plano Brady, assim denominado em referência ao secretário do Tesouro dos Estados Unidos que o anunciou em março de 1989, foi um acordo de reestruturação das dívidas externas dos países em desenvolvimento. O elemento essencial de acordos desse tipo é a novação da dívida objeto da reestruturação, mediante sua troca por bônus de emissão do governo do país devedor, cujos termos envolvem abatimento do encargo da dívida, seja na forma de redução de seu principal, seja por alívio da carga de juros. Fonte: CERQUEIRA, Ceres Aires. *Dívida externa brasileira*. Segunda edição revisada e ampliada. Brasília: Banco Central do Brasil, 2003, p.75.

simples. Montamos uma mega posição daquilo e outra especulativa. O México tinha acabado de negociar o Plano Brady, tinha arrumado a casa e alguns títulos tinham um *yield* astronômico. Eu queria investir lá. Houve uma história engraçada na época. Hoje sabe-se não apenas que o LTCM quebrou, mas que houve um escândalo no mercado de *treasuries*, onde algumas pessoas manipularam leilões, coisas do gênero. Estava lá, mas ninguém percebia.

Pessoas em nível abaixo do de John Meriwether.

Era um nível abaixo do de John. Fui falar com o John sobre essa arbitragem no México e sobre simplesmente comprar, porque eu achava que estava bem fora de preço. Tinha feito meus estudos, tinha ido ao México, a Washington. Fiz o dever de casa e fui falar com o chefe da área. Ele apontou que, nessa posição, havia o risco de câmbio porque não era uma arbitragem de renda fixa ou uma posição de crédito, era em outra moeda. Então, ele me passou para a área de Foreign Exchange (FX). Fui falar com o chefe dessa área. Fiz minha exposição, expliquei porque achava que era uma boa posição. Ele ouviu calado por quinze minutos. Quando acabei de falar, ele perguntou: “Dá para fazer um bilhão?”. Quase caí da cadeira. Era um negócio para fazer US\$100 milhões, não era algo tão grande assim. Respondi que não dava porque não tinha liquidez. Sempre levo em consideração o risco, não fujo do risco, mas sempre fui cauteloso. Por isso, disse que não dava. Foi um choque. Depois, comecei a perceber o que estava acontecendo e o que veio a acontecer com o LTCM [que faliu]. Mas, quando isso ocorreu, eu já tinha voltado do Banco Central e estava no Soros [*Fund Management*]. Quando o LTCM estava prestes a quebrar, eles procuraram o Soros, por meu intermédio, pois eu era um ex-aluno daquele grupo, mas aí já era tarde.

Está no livro do Lowenstein.⁹ Não estou citado nominalmente, mas é descrita uma reunião da qual participamos, eu, George Soros, [Stanley Freeman] Druckenmiller, Meriwether, Gregory [Dales] Hawkins – que foi quem me procurou – e Laurence Hillibrand. Eles

9 LOWENSTEIN, Roger. *When genius failed: the rise and fall of long-term capital management*. Nova Iorque: Random House, 2001

operavam muito alavancados em operações para ganhar diferenças pequenas e o mercado começou a ir contra eles. Todos sabiam que eles tinham essas posições. Estavam encurralados e me procuraram para que eu apresentasse ao Soros a ideia de ele participar. Diziam: “Nunca vimos uma oportunidade tão boa em nossas vidas, o mercado está totalmente não arbitrado; mas precisamos de capital para montar essas operações e suportar a volatilidade”. Por vezes, uma posição é boa, mas antes de ela convergir para um nível teórico, pode acontecer de divergir muito, e a convergência pode demorar. Se o detentor da posição estiver muito alavancado, antes de ela convergir, ele pode quebrar. Efeito pôquer. Se seu dinheiro acaba, não pode ficar jogando com cacife negativo, não vão deixá-lo jogar. No mercado é a mesma coisa. Quando você bate no zero, tem que sair do jogo.

O mercado pode ficar insano por mais tempo do que suporta a liquidez do investidor.

Exatamente. Por isso, foram procurar o George e mostrar as oportunidades. Eram pessoas muito admiradas. Esquecemos disso hoje, mas tiveram um desempenho excelente no início da vida.¹⁰ Lembro-me de o Soros responder que iria impor algumas condições. Primeiro, ele não entraria com os US\$2 bilhões que estavam pedindo, mas com US\$1 bilhão e, além disso, eles deveriam conseguir outro investidor, deveriam convencer mais alguém, para dar mais segurança. Em segundo lugar, as posições tinham que se estabilizar, porque ele não entraria em uma posição em queda livre. Se a posição se estabilizasse por algum tempo, ele entraria, mas – como dizem no mercado – ele não iria segurar a faca no ar. E, terceiro, eles teriam que abrir as posições, ou seja, mostrar os livros. E assim foi. Eles abriram as posições e vimos que estavam muito mais alavancadas do que imaginávamos. Eles tinham posições enormes em mercados pequenos. Quando um gigante entra em um mercado pequeno e erra, ele está frito, porque todo mundo sabe que essa é a sua posição e sai da reta. E foi o que aconteceu. A cota deles não se estabilizou, não

10 O fundo LTCM teve retornos de 42,8 % em 1995 e de 40,8% em 1996, após a taxa de administração. Em 1997, a taxa de retorno alcançou 17,1%. Fonte: <https://www.thebalance.com/long-term-capital-crisis-3306240>.

conseguiram o segundo investidor, o investimento do Soros nunca aconteceu e eles quebraram. Foi uma história e tanto! Um pouco antes disso, eu os tinha procurado para dizer que, todo meu dinheiro estava no Soros. Eu trabalhava lá, e investia todo meu dinheiro lá. Era o fundo mais rentável do mundo naquela época. Mas, se eles abrissem, em algum momento, eu investiria 10% da minha poupança com eles. Eu os admirava. Quando vi o que faziam, fiquei surpreso. Eram muito mais agressivos do que eu imaginava, tinham posições muito menos amarradas do que eu imaginava. Quando eu estava no Salomon, só via minha parte, não via o resto. Era tudo um grande segredo. Foi uma lição. Só escapei porque eles nunca abriram o fundo para mim!

Capítulo 4

Atuação no Setor Privado e no Setor Público

Como é trabalhar no setor privado em comparação com o setor público? Desde a infância, o senhor tinha a ideia de contribuir com a sociedade trabalhando no setor público? Considera que passou tempo demais no setor privado? Gostaria de ter trabalhado mais tempo no setor público?

Não acho que tenha trabalhado tempo demais no setor privado. Estive por três vezes no setor público, porque considero o ano em que colaborei na campanha do Aécio [Neves da Cunha] como serviço público também. Foram mais de seis anos no total. Em outras circunstâncias, teria ficado mais na área pública, mas não foi pouco. E o tempo no setor público, pelo menos pela experiência que tive, com certeza conta em dobro. Deveria haver um adicional de insalubridade ou, para usar uma expressão do basquete, deveria equivaler a uma cesta de três pontos. Eu não conseguiria passar dez anos com o ritmo de trabalho que tinha no Banco Central. Era muito intenso. Por alguma razão, acabei trabalhando no setor público apenas em momentos de crises: primeiro, desmontando a armadilha do Plano Collor e, depois, já com o Fernando Henrique, houve a questão do câmbio desancorado e o medo de ser o fim do Plano Real àquela altura do jogo.

Quando fui convidado para ser presidente do Banco Central, muita gente se surpreendeu, com razão, por eu ter aceitado sair do Soros. É estranho mesmo. Uma pessoa que está fora do país há seis anos, como eu, que estava trabalhando para o maior especulador do mundo, assumir a presidência do Banco Central?

Há uma frase do senador [Roberto] Saturnino Braga, que define bem o clima que foi gerado pelo seu convite. Ele perguntou se o senhor era um gênio do mal.

Pois é. Ele pegou um pouco pesado e não fez o dever de casa. As pessoas que me conhecem, provavelmente, ficaram mais surpresas por eu ter

ficado seis anos no Soros do que por ter aceito o convite para o Banco Central. Na prática, não me arrependo nem de um, nem de outro. Teria ficado mais. Se eu tivesse ido para o governo no primeiro mandato de Fernando Henrique e se ele não tivesse cansado de mim, teria permanecido mais tempo, com certeza. Não continuaria pelo resto da vida, mas teria ficado mais tempo. Cheguei a considerar um retorno, me coloquei à disposição do Aécio e só não voltei porque ele não venceu as eleições. Bateu na trave. Se a capital do Brasil tivesse ficado no Rio, é possível que a minha vida tivesse sido diferente. Eu não sei. É possível.

É mais agradável morar no Rio do que em Brasília?

Não por isso. Não acho Brasília ruim, não. Não me incomoda essa parte. Mas fui criado no Rio. Se aquilo tudo estivesse no meu entorno, talvez tivesse sido um pouco diferente.

De que modo atuar no mercado financeiro de alto nível é diferente de atuar no setor público? E, em relação às pessoas com as quais tem que lidar, quais são as diferenças do mercado em relação ao Banco Central?

Já que falou de gestão, queria falar um pouco sobre isso. As ferramentas que você tem no setor público para gestão de pessoas são bem diferentes. No setor público, as pessoas têm, com frequência, estabilidade, ou certa estabilidade, e é difícil lidar com isso. No período em que passei no Banco Central, pelo menos, não havia qualquer tipo de gratificação por desempenho. Dado isso, o trabalho de motivar as pessoas é diferente. Você tem que buscar outros fatores de satisfação, de motivação, que existem, porque as pessoas estão no setor público por uma razão também. A maioria acredita naquilo. Trata-se de um trabalho de delegar, dar responsabilidade, dar crédito às pessoas. Essa talvez tenha sido a mais importante lição que tive no Banco Central, ainda trabalhando como diretor, com o [Francisco Roberto André] Gros. Repetidas vezes, ele assumia a responsabilidade e, eventualmente, até a culpa, por alguma coisa não ter funcionado com perfeição. Sempre gostei de ser proativo, de fazer as coisas. Tinha uma agenda imensa de reformas na área cambial e o Gros me dava corda, espaço e, se alguma coisa não saísse 100%, ele assumia a culpa.

Mas, quando dava certo – lembro-me disso como se fosse hoje –, ele me apresentava, me chamava de doutor Armínio em público. Dizia: “Esse é o doutor Arminio Fraga, meu diretor. Isso foi ele que fez”. Assim mesmo, super carinhoso. Tudo que era bom ele me dava todo crédito. Nunca era o crédito de uma só pessoa, mas eu fazia parte da equipe dele, que estava coordenando algumas coisas no Banco, então, ele me dava os créditos. Quando dava errado, ele assumia a culpa. Quando percebi que ele agia dessa maneira, pensei: “Isso não existe. Eu dou a vida por esse cara”. Muitas vezes, hoje menos, me emocionei contando isso para as pessoas, porque foi um achado.

No Garantia e no Soros os ambientes eram meritocráticos à moda do setor privado. Lá, as ferramentas de gestão são a cenoura e o porrete. Sempre trabalhei na área de mercado, de *trading*, que é uma área muito objetiva. Você pode contar a história que quiser, mas se estiver perdendo dinheiro, não vai durar muito. E não vai ganhar nada. É totalmente diferente de outras áreas onde o relacionamento tem peso e questões qualitativas são importantes. Eu vivia nesse ambiente selvagem, meritocrático e muito objetivo. Há pessoas agressivas – às vezes, demais –, é do perfil. Nada que não se possa administrar, nunca foi um problema para mim. Não sou de gritar, não é meu estilo, mas defendendo minhas posições. Nunca tive problema em fazer isso e gostava desse trabalho com regras claras.

Como presidente do Banco Central, procurei seguir o exemplo do Gros e utilizar também algumas práticas que aprendi no Garantia. Eu tinha subordinados diretos e trabalhávamos com uma agenda e metas de curto e longo prazos. Quando assumi a presidência, delegava tudo. Era tudo em equipe e funcionava magnificamente bem em função disso. Não posso dizer que alguma coisa tenha sido feita somente por mim. Também nisso, buscava seguir o modelo do Gros. Não sei se consegui fazer tão bem quanto ele, mas dava espaço para as pessoas trabalharem. E a mágica acontece, as pessoas realizam suas tarefas. Porque, de certa maneira, todo mundo quer ter seu trabalho reconhecido. No setor público, tudo funciona, mas é diferente. Quando se chega ao governo com a mentalidade do setor privado, é preciso se adaptar, senão, a coisa não anda. A burocracia é mais amarrada.

Eu assumi essas responsabilidades ainda muito jovem. Quando fui diretor, as pessoas que se reportavam a mim eram mais velhas do que eu, algumas bem mais velhas, mas funcionou bem. Nessa primeira vez, fui para Brasília com minha esposa e nossos dois filhos. Ficava no Banco Central até tarde. Sempre me preocupei em entender os procedimentos e o que se passava. Para uma pessoa com formação acadêmica, como eu, é fácil se sentir meio dono da verdade e dizer que está tudo errado, mas nunca tive essa atitude, sempre procurei ouvir o que as pessoas tinham a dizer.

Fizemos muito nessa época, sobretudo em relação à redução do sistema de controles de câmbio. Muito se fez antes e depois também, mas, na minha época, avançamos muito. Procurávamos entender por que as coisas eram realizadas de determinada maneira, e as pessoas explicavam tudo, durante horas. Na época, a regulamentação era extremamente pesada. Havia documentos produzidos em sete vias. Às vezes, eu perguntava, para descontrair, se não poderia ser feito em apenas cinco vias. Aos poucos, as pessoas percebem que não há necessidade de tanta burocracia e começam a reduzir – muitas vezes avançando além do que eu queria. Adorava esse trabalho. Ter tido essa experiência me deu grande vantagem quando retornei ao Banco Central como presidente, porque cheguei em meio a uma crise monumental, mas já conhecia o funcionamento da casa. E a casa me conhecia também, o que foi muito bom. O mais comum é a pessoa chegar ao governo sem saber qual botão apertar, fazendo propostas que são uma maluquice total e, assim, os funcionários não vão atender, pelas razões as mais variadas. É importante que o recém-chegado compreenda isso, do contrário, não funcionará. O fato de ter sido diretor em um contexto de muito estresse, ajudou-me quando assumi a presidência.

No governo, é importante seguir uma linha, ter uma visão geral das coisas, do contrário, não conseguirá trabalhar direito. Por exemplo, ter uma linha de política pública geral, saber o que se quer fazer, quais são os princípios norteadores, e seguir, deixar correr.

Capítulo 5

Banco Central Durante o Governo Collor

Gostaríamos que nos contasse um pouco sobre sua experiência como diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central.

O convite se deu, em parte, pela minha conexão com o pessoal da academia – especialmente, Pedro Malan – e, em parte, pela minha cara de pau. Depois que cheguei de Princeton, comecei a enviar artigos para jornais. Com isso, passei a receber convites para falar e dar entrevistas. Também tive contato com o Simonsen, por intermédio do Carlos Ivan e do Sérgio, e também com o Roberto Campos, que me chamou após ler um dos meus artigos sobre *deficit* público, publicado no Jornal do Brasil, que era um assunto pouquíssimo discutido na época. Tinha um título chamativo: *Deficit Público: tapando o sol com a peneira*, sugestão de Bruno Rocha, um colega no Garantia.

Meu nome foi sugerido para ser diretor do Banco Central por duas pessoas, de forma independente: Pedro Malan, que já estava próximo de Marcílio Marques Moreira, e Geraldo Hess, já falecido, que havia sido diretor da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e executivo na área financeira de empresas. Foi o Hess que me recomendou procurar o Francisco Gros. E, assim, com 33 anos de idade, fui convidado a assumir a Diretoria de Assuntos Internacionais do Banco Central (Direx). Era uma área grande, com cinco departamentos, responsável por administrar as reservas internacionais, o mercado de câmbio, o fluxo de capitais internacionais e fazer a regulação do mercado de câmbio.¹¹ Foi uma experiência fabulosa.

Acredito que ainda tenha documentos de meu período na Direx. Documentos confidenciais não trouxe comigo, mas, outros, sim.

11 No período, a Direx era composta pelos Departamentos de Câmbio (Decam), de Capitais Estrangeiros (Firce), de Organismos e Acordos Internacionais (Deori), da Dívida Externa (Dediv) e de Reservas Internacionais (Depin).

Tenho, por exemplo, um documento histórico sobre bancos estaduais elaborado pelo [Luiz] Nelson [Guedes de] Carvalho, que hoje é presidente do Conselho da Petrobras. Quem sabe um dia ainda trabalhe em um livro sobre isso.

Quando lemos sobre o governo Collor, pensamos nele como sendo um período de grande incerteza, sobretudo após o início do processo de impeachment. Há uma interpretação de que quem estava fora do governo pensava em integrá-lo para contribuir de alguma forma para fazer uma transição até a próxima presidência, o próximo ciclo de poder. O senhor concorda com essa visão?

Tenho a impressão de que sim. Fui diretor do Banco Central ainda muito jovem e não participava das reuniões dos escalões superiores. Tomava parte das reuniões da área econômica. Sem dúvida, havia essa atitude de tentar construir, ajudar a fazer uma ponte entre os governos, mas não foi o que, de fato, levou as pessoas a participar do governo.

O governo Collor foi um período muito complicado. Começou com um plano ousado que, infelizmente, não deu certo: o Plano Collor, que congelou os recursos existentes nas contas bancárias dos cidadãos e determinou outras medidas radicais. Mas, logo no início do mandato, paralelamente ao plano econômico, foram colocadas em movimento algumas reformas importantes, como a abertura da economia e o processo de privatização. Com o fracasso do plano de estabilização, a economia mergulhou em certo caos econômico, uma profunda recessão, e assumiu o governo uma nova equipe econômica, substituindo a inicial. Saíram Ibrahim Eris, do Banco Central; [Antônio] Kandir, que também tinha um papel importante; e Zélia [Maria] Cardoso de Mello, do Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento, substituída por Marcílio Marques Moreira, que liderou a nova equipe econômica.

Ele era a única figura da área econômica.

Sim, era a principal, concentrava muito poder. Tinha também a responsabilidade pelos bancos públicos, que ainda não tinham sido saneados e cujos presidentes não integravam o núcleo da área econômica, não trabalhavam sob a gestão do ministro Marcílio. Esses

presidentes de bancos públicos eram indicados politicamente, o que gerava certa tensão.

Depois, foram nomeados ministros da estatura do Marcílio para outras áreas: para Relações Exteriores, Celso Lafer; para a Justiça, Célio [de Oliveira] Borja; e, Hélio Jaguaribe [Gomes de Mattos] como secretário de Ciência e Tecnologia. Todos no mesmo nível do ministro Marcílio, e esse grupo se conhecia e se entendia. Eram pessoas muito respeitadas, que compartilhavam uma mesma visão de Brasil.

Na sequência, começaram a surgir os primeiros indícios de corrupção, com o famoso caso PC [Paulo César Siqueira] Farias, que posteriormente apareceu morto. Parecia coisa de cinema, aquele enredo todo. Naquele contexto, os planos que tínhamos para a economia – que, ainda hoje permanecem válidos – começaram a perder espaço.

É curioso pensar que, quase 25 anos depois, ainda estejamos falando em reforma da Previdência, reforma fiscal, integração do Brasil ao mundo. Na época, o Brasil estava em moratória e tinha hiperinflação. A agenda de curto prazo era estabilizar a economia e reconectar o país ao mundo do comércio e ao mundo financeiro, mais macro. Antes dos escândalos de corrupção, era mais ou menos isso o que estava sendo feito. Havia uma agenda de reformas bastante ampla. Em relação às questões macroeconômicas, entendíamos que, antes de se fazer qualquer tentativa de estabilização, era preciso organizar um pouco as coisas. O Brasil praticamente não tinha reservas cambiais. E essa era minha área de atuação no dia a dia. O volume de reservas era de, aproximadamente, US\$11 bilhões, mas em torno de US\$8 bilhões estavam aplicados, entre aspas, no Banco do Brasil e na Petrobras, que não tinham a menor condição de pagar seu resgate. Então, de fato, havia US\$3 bilhões. Hoje, o volume de reservas internacionais está em torno de US\$370 bilhões, mas, excluindo-se os *swaps* cambiais, que apresentam risco de câmbio elevado, cai para US\$260 bilhões.¹²

Naquele momento, o volume das reservas internacionais era muito baixo, os preços estavam congelados e o dinheiro da população estava travado nas contas. Então, entramos em campo com um plano bem

12 As entrevistas foram realizadas entre fevereiro e junho de 2016.

completo. Abrimos negociações com os bancos privados e com o Clube de Paris, que são credores oficiais; fizemos um acordo com o FMI – fiz parte da missão liderada pelo Pedro [Pullen] Parente –; começamos também a liberar as tarifas públicas, que estavam congeladas. Nessa parte, o contexto é semelhante ao que vivemos com a gestão Joaquim Levy em 2015, quando se buscou remover as distorções da gestão Dilma-Mantega. Depois, montamos um cronograma para devolver o dinheiro da população em, se não me falha a memória, treze meses.¹³ E assim foi, devolvemos o dinheiro todo.

No Banco Central, estávamos Pedro [Luiz] Bodin [de Moraes] e eu, que tínhamos formação na PUC, onde se discutia muito o tema da estabilização em geral, e o Gustavo [Jorge Laboissière] Loyola que era do quadro do Banco, um economista de mão cheia. Então, como economistas, tínhamos a ideia de sincronizar os preços e acumular um pouco de reservas cambiais para, só então, propor algum modelo de estabilização. O desenho da Unidade Real de Valor (URV) ainda estava por vir. Aconteceu no governo seguinte, mas já sabíamos que algo nessa linha tinha que acontecer. Antes de haver algum modelo de estabilização, no entanto, era necessário resolver a questão da sincronização da indexação e era isso que estávamos fazendo e planejando.

Os escândalos de corrupção que se iniciaram nesse período começaram a gerar muita tensão e tiveram impacto rápido e forte no clima geral, praticamente decretando o fim de nosso plano, que era bastante ambicioso e que levaria muitos anos, mas tinha começo, meio e fim. Aquele ambiente tenso foi se intensificando e, em determinado momento, ficou claro que nosso projeto era incompatível com o que estava acontecendo no mundo político. Além disso, o presidente Collor estava isolado. Ele já nasceu isolado como presidente, na

13 Entre outras medidas, o Plano Collor determinou o bloqueio de ativos financeiros, a elevação de alíquotas e a ampliação de fatos geradores de impostos. Foram fixados limites para a liberação de ativos financeiros de um único titular em uma mesma instituição financeira. Os valores excedentes foram convertidos, a partir de 16 de setembro de 1991, em doze parcelas mensais, iguais e sucessivas, atualizadas monetariamente conforme o disposto no regulamento. Em 30 de junho de 1991, foi editada portaria autorizando o início da devolução a partir de 15 de agosto, em treze parcelas mensais. Assim, houve antecipação de um mês em relação ao cronograma original. Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Manual de finanças públicas*. 6ª edição revisada. Brasília-DF, junho de 2008, pp17-18; Portaria 729, de 31 de julho de 1991, do MEFP; e Circular 2.001, de 6 de agosto de 1991, do Banco Central do Brasil.

verdade, mas ficou ainda mais isolado. Como nada do que estávamos planejando seria viável naquelas circunstâncias, o ministro Marcílio, com nosso apoio, tentou transformar o que era um grande plano de reforma e estabilização em um plano de sobrevivência, muito mais modesto. Havia pressões no que diz respeito a gasto, crédito, bancos públicos etc. Muitas reuniões aconteceram. Não participei da maioria, mas fui a uma, em que os mais jovens também estavam presentes. Então, Pedro Parente, Gustavo Loyola, Pedro Bodin e eu fomos. Não sentamos na mesa, sentamos no entorno. Havia cerca de dez pessoas na sala, quando chegou a equipe econômica com o ministro Marcílio, Francisco Gros, Roberto [Brás Matos] Macedo e outros. E veio a turma chamada de tropa de choque: o presidente do Banco do Brasil, Lafayette Coutinho [Torres]; o presidente da Caixa Econômica Federal (CEF), Álvaro Mendonça; e Ricardo [Ferreira] Fiúza. O ministro Jorge [Konder] Bornhausen, que tinha a função de coordenação política, também estava ali, pisando em ovos. E o presidente. Meus colegas apresentaram nossa visão que era a de agir de maneira coerente com um governo que precisa se defender, presumindo que o governo não tinha culpa no cartório. Claro que as suspeitas eram enormes, mas achávamos que esse era o papel da equipe naquele momento. A resposta do outro lado foi negativa. Lembro-me de uma frase muito marcante, embora não me lembre de quem a proferiu: “Vocês não estão entendendo. O nosso objetivo é fazer o placar”.

Sáímos daquela reunião tensos, todos queriam ir embora. Nossos líderes, os mais experientes, devem ter discutido o assunto e informaram que ficaríamos até a votação e que, depois, independentemente do resultado, sairíamos. Porque, nesse momento, a fantasia já tinha sido rasgada. Estava claro que não queriam agir como se as acusações fossem falsas e que iriam provar inocência e, portanto, tentariam cuidar bem da economia. Não! Esquece! É mais ou menos o que está acontecendo hoje. O governo está em um balcão de captação de votos, distribuindo preciosidades, como o Ministério da Saúde, que deveria ser sagrado, mas está sendo negociado. Pode-se sempre dizer que é algo normal, que a composição do governo está sendo modificada e que estão escolhendo outros, mas como povo – e não

como analista da cena brasileira – suspeito que não seja uma atitude republicana, como eles gostam de dizer.

Esse foi um resumo do quadro da transição. O presidente foi afastado, mas todos ficamos. Foram momentos de muita tensão, e houve várias reuniões entre nós. Em uma delas, discutimos questões relativas a bancos públicos, porque havia uma pressão muito grande para liberarmos a CEF para fazer algumas operações que, provavelmente, não eram muito ortodoxas. Discutimos o assunto e não havia muita polêmica entre nós. Então, lembro-me de ter pedido a palavra e feito um discurso, chorando, em que disse: “Não sei como voltar para casa e falar com a minha família se não mantivermos nossa posição firme”. Então, Pedro Parente pediu a palavra, e eu não sabia o que esperar. Eu não sou de chorar, não fico chorando em reunião. Não me lembro de outra vez em que isso tenha acontecido. Mas Pedro pediu a palavra e também chorou ao fazer seu discurso: “Vamos lá! Vamos fazer o quê? Vamos insistir, não vamos ceder em nada”. E não cedemos. Momentos assim, por vezes, servem para aproximar pessoas que pensam da mesma forma, e esse foi o caso ali.

O senhor já conhecia Pedro Parente antes dessa experiência?

Não, não o conhecia. Exceto por Francisco Gros e por Marcílio, que me convidaram, e por Pedro Malan, que me recomendou, os outros ainda não conhecia. A turma de Brasília também era nova para mim, pois antes de assumir a diretoria do Banco Central, morava no exterior, trabalhava no *Salomon Brothers*.

Capítulo 6

Negociações com o FMI

Quando aconteceu a missão ao FMI, liderada pelo Pedro Parente?

Foi logo no início de nossas participações no governo. Chegamos entre maio e junho de 1991, e o acordo com o FMI foi fechado em setembro. Lembro-me bem da reunião. Foi um acordo seguindo os moldes do Fundo, um modelo clássico de programação monetária com metas quantitativas, metas para as reservas e metas para agregados monetários. Era um modelo bem complicado para encaixar no cenário brasileiro. Esse tema retornou algum tempo depois, quando fizemos outro acordo com o FMI, em 1999, já durante minha passagem pela presidência. Nessa ocasião, mudou-se totalmente o desenho do acordo, em duas dimensões muito importantes. Em relação às metas monetárias, em 1991, estávamos em um quadro de inflação muito elevada, quase hiperinflação, e argumentávamos que, se o problema fosse bem resolvido e a inflação caísse, a demanda por moeda iria aumentar e, de alguma maneira, caberia incorporar esse comportamento nas metas; caso contrário, as metas não seriam factíveis. Se controlar demais, contrai-se demais, é intuitivo. Isso porque, em um ambiente de inflação alta, o dinheiro derrete como o gelo e, então, os indivíduos e as empresas tentam se defender para não perder poder aquisitivo. Com isso, a demanda por moeda diminui. Quando a inflação cai, o custo de reter moeda diminui e, por isso, a preocupação com a perda do poder aquisitivo da moeda em poder dos cidadãos também se reduz. O cálculo é econômico em última instância. Esse era um dos pontos discutidos, assim como a questão das reservas, que era menos polêmica. A polêmica que emergiu depois foi a de que não adiantava manter reservas internacionais, mesmo que reforçadas temporariamente pelos recursos obtidos junto ao FMI, se não pudessem ser usadas. Eu tinha alguma experiência como economista e como participante do mercado e disse que o uso das reservas, para ter efeito no mercado de câmbio,

precisa ser permitido em certas situações. É necessário lembrar que os programas do FMI foram construídos em um período em que não havia muita mobilidade de capital. Todo o arcabouço de Breton Woods, durante muito tempo, incluiu o controle de câmbio. O câmbio era fixo. Sem querer puxar muito a sardinha para a nossa brasa, mas fomos pioneiros em várias dessas discussões.

Outra questão do período era a fiscal, especificamente, a discussão entre *deficit* nominal e *deficit* real, e a relevância de se separar o prêmio de inflação – a componente inflacionária dos juros do comportamento fiscal – daquilo que, de fato, estava sob controle das autoridades fiscais. Traduzindo, se o *deficit* nominal é muito elevado porque os juros nominais estão muito altos, se a inflação diminuir, os juros também vão se reduzir e o resultado fiscal será melhor, sem que isso signifique, necessariamente, que a política fiscal tenha sido mais restritiva. Argumentávamos, como defendo até hoje, que era necessário separar essas coisas. Considerando nossa história de inflação elevada, o brasileiro está acostumado a separar o que é real e o que é nominal. O programa do FMI não considerava essa distinção, misturando tudo e gerando confusão. Por isso, discutimos bastante sobre esse tema e chegamos a uma boa solução. Após muita negociação, da qual participaram Teresa Ter-Minassian, que está na imprensa, até hoje, falando sobre Brasil, e Ted Beza, que era chefe do Departamento do Hemisfério Ocidental do FMI, que era muito experiente e muito duro, chegamos a um acordo. Eles perceberam que nossa equipe estava comprometida. Mas, infelizmente, o programa durou apenas um trimestre, pois, naquele ambiente de confusão política, não cumprimos as metas e a inflação voltou a aumentar. Mesmo assim, foi um exercício útil. Para mim, ao menos, foi uma experiência boa, foi um aprendizado.

Mais tarde, quando já era presidente do Banco Central, introduzimos o regime de metas para a inflação no programa com o Fundo. E insistimos, também, nas metas de *deficit* público, o que era uma novidade importante naquele momento, uma vez que, durante o primeiro mandato do Fernando Henrique, por várias razões, o lado fiscal ficou meio frouxo. Não cabe entrar nos pormenores, até porque eu não estava lá, mas foi um aspecto relevante dessa segunda estabilização. No início de 1999, a inflação parecia estar saindo do

controle. As expectativas de inflação para o ano estavam entre 20% e 50% ao ano após a flexibilização forçada do regime cambial. Se esses níveis se mantivessem, seria preciso reindexar tudo, o que geraria um grande problema.

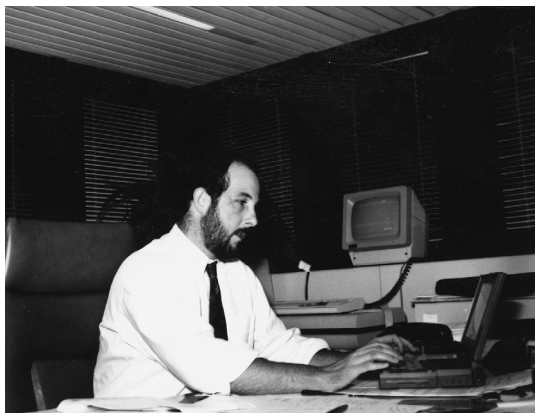
Então, junto ao FMI, introduzimos, naquele momento, no lado fiscal, metas para o saldo primário. No lado nominal, na verdade, abandonamos as metas monetárias e introduzimos, como uma meta qualitativa, o sistema de metas para a inflação. Isso foi totalmente pioneiro. Também reduzimos o piso das reservas internacionais, dando um sinal claro para o mercado de que poderiam ser utilizadas, o que representava uma ameaça para o especulador. Basicamente, foram essas três as âncoras do acordo: metas para o saldo primário, sistema de metas para a inflação e redução do piso das reservas. Tudo refletia o nosso desenho de política macro, incorporado ao acordo. E tudo deu certo.

Eram cenários realmente muito distintos o de 1991 e o de 1999.

Sem dúvida. No início de 1999, tínhamos um presidente começando o mandato, teria quatro anos para trabalhar e era muito respeitado, ainda que estivesse acuado porque a base de apoio estava fragilizada – o PMDB ameaçava desembarcar do governo.

Imaginamos que, para negociar com o FMI, esses aspectos tenham feito muita diferença. Além, claro, do sucesso do Plano Real.

Faziam muita diferença e com razão. O Plano Real, na verdade, foi muito bem-sucedido, mas não especificamente com o FMI. O programa deles foi desenhado para defender o câmbio fixo. Internamente ao FMI, discutia-se muito e havia alguma tensão sim, aliás, bastante relevante. Especialmente após apoiarem o governo brasileiro e surgirem os problemas com a gestão cambial em janeiro, já com o Chico Lopes no comando. Mas como era um time novo do lado do Banco Central, com alguma bagagem, houve um voto de confiança. Eu já conhecia as pessoas, tanto de meu período anterior no Banco Central, quanto posteriormente, dessa minha vida semiacadêmica, e havia também boa vontade. Mas, boa vontade sem entrega de resultado não vale de nada. Mas, pelo menos, houve boa vontade.



Enquanto diretor da Área de
Assuntos Internacionais na gestão
de Francisco Gros.
Brasília, 1991/1992





Em evento do BCB, enquanto diretor da Área de Assuntos Internacionais na gestão de Francisco Gros. Brasília, 1991/1992



Em evento do BCB, enquanto diretor da Área de Assuntos Internacionais, presentes também Francisco Gros (presidente), Sergio Darcy e Marcio Cartier. Brasília, 1991/1992



Na sabatina da Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) para presidente do BCB. À esquerda, senador Antônio Carlos Magalhães; à frente, Arminio Fraga. Brasília, março de 1999



Na sabatina da CAE para presidente do BCB. Da esquerda para a direita: Ney Suassuna, Belo Parga, Fernando Bezerra, Antônio Carlos Magalhães e Arminio Fraga. Brasília, março de 1999



Sabatina da CAE. Brasília, março de 1999



Na sabatina da CAE para presidente do BCB. À esquerda, senador Antônio Carlos Magalhães; à direita, Arminio Fraga. Brasília, março de 1999



Cerimônia de transmissão do cargo de presidente do Banco Central do Brasil de Gustavo Franco a Arminio Fraga. Da esquerda para a direita: Daniel Gleizer, Luis Carlos Alvarez, Gustavo Franco, Paulo Paiva, Pedro Malan (ministro da Fazenda), Arminio Fraga, Edson Bernardes dos Santos, Sergio Darcy e Luis Fernando dos Santos. Brasília, março de 1999



Cerimônia de transmissão do cargo de presidente do Banco Central do Brasil de Gustavo Franco a Arminio Fraga. Da esquerda para a direita: Pedro Malan (ministro da Fazenda) e Arminio Fraga. Brasília, março de 1999



Cerimônia de transmissão do cargo de presidente do Banco Central do Brasil de Gustavo Franco a Arminio Fraga. Da esquerda para a direita: Pedro Malan (ministro da Fazenda), Arminio Fraga, Edson Bernardes dos Santos e Sergio Darcy. Brasília, março de 1999



Cerimônia de transmissão do cargo de presidente do Banco Central do Brasil de Gustavo Franco a Arminio Fraga. Da esquerda para a direita: Paulo Paiva, Pedro Malan (ministro da Fazenda), Arminio Fraga, Edson Bernardes dos Santos. Brasília, março de 1999



Com sua mãe, no evento de posse como presidente do Banco Central do Brasil. Brasília, março de 1999



Esposa e filhos na plateia da cerimônia de posse como presidente do Banco Central do Brasil. Brasília, março de 1999



Assinando o Livro de Posse como presidente do Banco Central do Brasil. Brasília, março de 1999



Em sua mesa de trabalho. Brasília, 1999



Da esquerda para a direita: Daniel Gleizer, Carlos Eduardo de Freitas, Arminio Fraga, Luiz Fernando Figueiredo, Sergio Darcy, Sérgio Werlang e Edson Bernardes dos Santos. Brasília, 1999



Em solenidade no Congresso Nacional, com a presença de Heráclito Fortes, Antônio Carlos Magalhães e Lucio Alcântara. Brasília



Abertura do *Regional Workshop on Developing Government Bond Markets in Latin America*. Rio de Janeiro, novembro de 2001



Abertura do Seminário de Um Ano de Metas para a Inflação, com Sérgio Werlang, diretor da Área de Política Econômica. Rio de Janeiro, julho de 2000



Abertura do Seminário de Um Ano de Metas para a Inflação, com Sérgio Werlang, diretor da Área de Política Econômica. Rio de Janeiro, julho de 2000



Evento da TV Bacen, com a presença da Diretoria Colegiada. Da esquerda para a direita: Carlos Eduardo de Freitas, Tereza Grossi, Edson Bernardes dos Santos, Arminio Fraga, Luiz Fernando Figueiredo, Sergio Darcy e Ilan Goldfajn. Brasília



Entrevista coletiva com Luiz Fernando Figueiredo (esquerda) e Daniel Gleizer (direita). Brasília



Entrevista coletiva. Da esquerda para a direita: Daniel Gleizer, Luiz Fernando Figueiredo, Arminio Fraga e Ilan Goldfajn. Brasília



Arminio Fraga com a equipe do "Bug do Milênio". Brasília



Seminário Internacional sobre Segurança e Eficiência de Sistemas Financeiros. Da esquerda para a direita: Arminio Fraga e Andrew Crockett (BIS *general manager*). Rio de Janeiro, novembro de 2000



Seminário Internacional sobre Segurança e Eficiência de Sistemas Financeiros. Da esquerda para a direita: Arminio Fraga e Andrew Crockett (BIS *general manager*). Rio de Janeiro, novembro de 2000



Diretoria Colegiada. Da esquerda para a direita: Sergio Werlang, Daniel Gleizer, Luiz Fernando Figueiredo, Ilan Goldfajn, Arminio Fraga, Sergio Darcy, Edson Bernardes dos Santos e Carlos Eduardo de Freitas. Brasília, setembro de 2000



Reunião na Sala dos Retratos. Da esquerda para a direita: Tereza Grossi, Arminio Fraga, Daniel Gleizer, Ilan Goldfajn, Carlos Eduardo de Freitas, Luiz Fernando Figueiredo, José Eirado, Antonio Carlos Manteiro, Luiz Antonio Fleury, João Borges, Sergio Darcy, Edson Bernardes dos Santos, Mardônio Sarmento e Paulo dos Santos. Rio de Janeiro, 2001



Fórum Nacional de Desburocratização. Brasília, 2001



Seminário para discussão do Projeto de Lei de Falência. Da esquerda para a direita: Paulo Penalva Santos, Arminio Fraga, Oswaldo Biolchi e Carlos Eduardo da Silva Monteiro. Rio de Janeiro, outubro de 2001



Entrevista coletiva. Da esquerda para a direita: Edson Bernardes dos Santos, Arminio Fraga e Carlos Eduardo de Freitas. Brasília



Entrevista coletiva. Da esquerda para a direita: Luiz Fernando Figueiredo, Edson Bernardes dos Santos, Arminio Fraga, Carlos Eduardo de Freitas e Jefferson Moreira. Brasília



Chegada ao Congresso Nacional para audiência, acompanhado de Antônio Carlos Magalhães e José Alencar. Brasília, agosto de 1999



Audiência no Congresso Nacional. Da esquerda para a direita: Sérgio Werlang, Arminio Fraga, Antônio Carlos Magalhães, Fernando Bezerra e Edson Bernardes dos Santos. Brasília, agosto de 1999



Evento no Congresso Nacional. Da esquerda para a direita: Paulo Nogueira Batista, Delfim Netto, Arminio Fraga, Bernardo Cabral e Celso Luiz Martone. Brasília



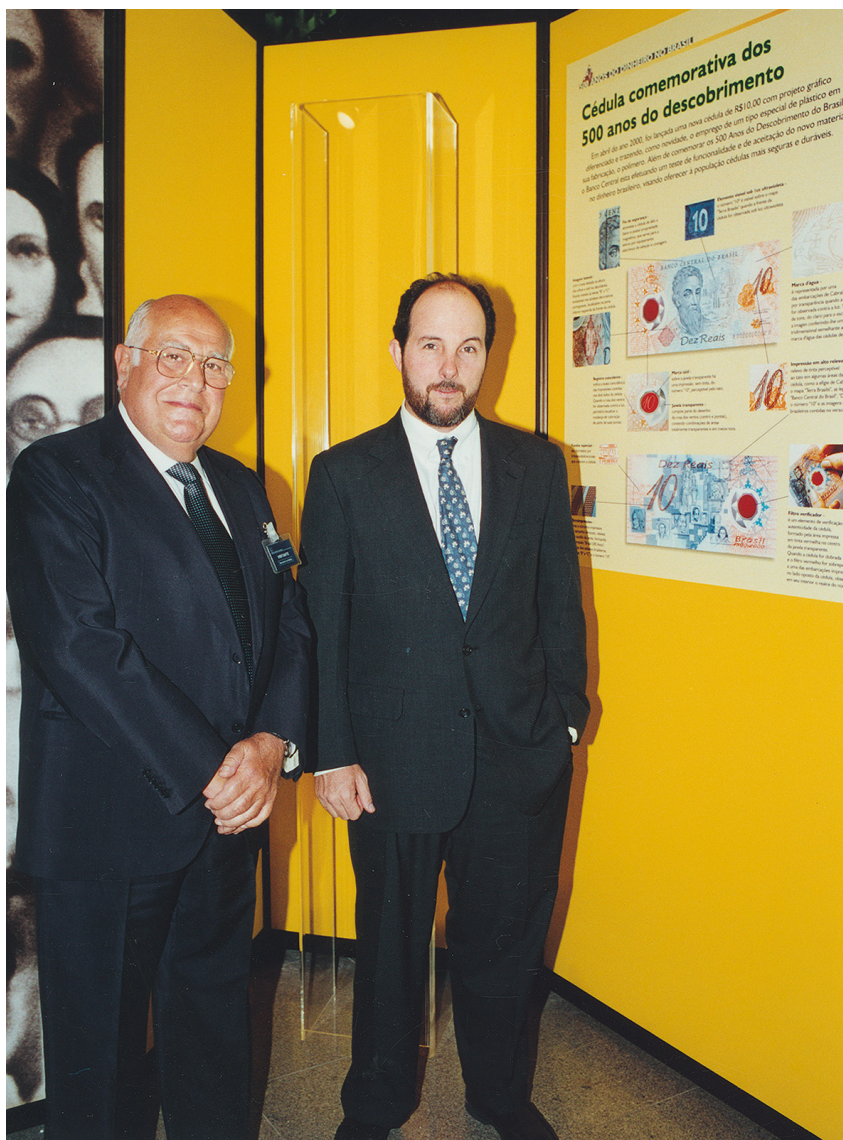
Abertura do Seminário de Três Anos de Metas para a Inflação. Da esquerda para a direita: Pedro Malan (ministro da Fazenda) e Arminio Fraga. Rio de Janeiro, maio de 2002



Seminário de Estabilidade Financeira. Da esquerda para a direita: Tereza Grossi, Arminio Fraga e Ilan Goldfajn. Rio de Janeiro, novembro de 2002



Abertura da IV Reunión de Asesores Legales de Banca Central. Rio de Janeiro, outubro de 1999



Abertura da exposição *500 Anos do Dinheiro no Brasil* no Museu de Valores. Brasília, 2000



Cerimônia de lançamento da cédula comemorativa de R\$10,00 (dez reais). Brasília, 2000



Arminio Fraga no Tribunal Superior do Trabalho. Brasília



Arminio Fraga e Almir Pazianotto. Brasília



Cerimônia de transmissão do cargo de presidente do Banco Central do Brasil de Arminio Fraga a Henrique Meirelles. Da esquerda para a direita: Henrique Meirelles, Antônio Palocci (ministro da Fazenda) e Arminio Fraga. Brasília, janeiro de 2003



Proferindo discurso de encerramento da gestão como presidente do Banco Central do Brasil. Brasília, janeiro de 2003



Cerimônia de transmissão do cargo de presidente do Banco Central do Brasil de Arminio Fraga a Henrique Meirelles. Da esquerda para a direita: Beny Parnes, Carlos Edurado de Freitas, Edson Bernardes dos Santos, Henrique Meirelles, Antônio Palocci, Arminio Fraga, Ilan Goldfajn, Luiz Fernando Figueiredo, Sérgio Darcy e Tereza Grossi. Brasília, janeiro de 2003



Cerimônia de transmissão do cargo de presidente do Banco Central do Brasil de Arminio Fraga a Henrique Meirelles. Da esquerda para a direita: Henrique Meirelles, Antônio Palocci (ministro da Fazenda) e Arminio Fraga. Brasília, janeiro de 2003



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

Capítulo 7

Soros Fund Management

O que o senhor fez após deixar o governo Collor?

Meu plano era abrir um negócio próprio, que acabei concretizando anos depois. Pensava em criar um fundo para aplicar em mercados emergentes. Falei com alguns investidores em potencial e, no início de 1993, por intermédio de um amigo, fui visitar George Soros em Nova Iorque, com o objetivo de captar recursos para o fundo. As conversas foram boas, e ele disse que toparia fazer um investimento da ordem de grandeza que eu queria na época – US\$100 milhões –, mas que queria pensar um pouco, porque não poderia pagar o que eu estava pedindo como taxa de administração, porque a taxa que ele cobrava dos investidores dele não permitia que houvesse alguma divisão interessante para ele. Então, ele ofereceu uma fração da taxa que cobrava, mas não poderia dar tudo o que eu estava pedindo, que era o padrão de mercado.

O senhor estava praticando 2-20 [2% de taxa de administração e 20% sobre o resultado]?

Sim, o mercado estava evoluindo para 2% a.a. de taxa de administração sobre o capital que está sob gestão, e 20% a.a sobre o desempenho, 2 e 20 como se diz no jargão de mercado. No Soros, era 1 e 15, ou seja, cobrava-se 1% a.a de taxa de administração e 15% a.a. sobre o resultado obtido. E ele não queria aumentar de forma alguma. Ele me ofereceu uma parte disso, 1-10, algo assim, bastante bom. Ele me pediu um dia para pensar. Eu me encaixava bem no perfil dele, mais macro. Eles não tinham cobertura de mercados emergentes, então ele ficou animado com a ideia. Mas, para minha surpresa, quando voltei para a segunda conversa, uma conversa rápida, ele disse que tinha uma ideia melhor – isso é clássico do Soros, ele estava improvisando. Percebi que meu amigo, Rob [Robert] Johnson, que era sócio dele na

época, estava surpreso. Soros disse: “Por que você não vem ser meu sócio?”. Eu aceitei. Não abri meu fundo, fui trabalhar com ele. Aceitei na hora, não discuti nada, nem quanto eu iria ganhar, nem qual seria minha participação, nada. Simplesmente falei: “Estou muito honrado com o convite e aceito”. E assim foi. Eu já tinha uma ideia sobre como era lá dentro e que, se eu trabalhasse direito, ficaria bem.

Na época, o Soros era conhecido como um grande investidor, um grande especulador, especialmente após a posição que montaram especulando com a libra esterlina em agosto de 1992. Também se dedicava muito à filantropia. Na época, se envolveu muito com as questões do Leste Europeu. Não se envolveu com as privatizações que ocorreram na região. Aliás, durante muito tempo, ele nos proibiu de atuar na antiga União Soviética, porque dizia que não queria estar em posição de conflito de interesse. Ele era um assessor informal de muita coisa por lá. Conhecia a fundo o que estava acontecendo e achava que não podia investir na região porque se aproveitaria de informações que, normalmente, não teria. Então, ele nos proibiu de investir no Leste Europeu por muitos anos, até surgirem mercados organizados e independentes.

Naquele momento, ele já se dedicava muito mais à filantropia do que à gestão do fundo. Para isso, tinha uma pessoa trabalhando para ele, o Stanley Druckenmiller, que foi meu chefe durante todo o período que passei lá. Mas a fama do Soros era de ser um grande investidor e isso, em um primeiro momento, me atrapalhou um pouco quando fui indicado para o Banco Central. As pessoas não conheciam tanto o lado de filantropia. O George é uma cabeça muito progressista, com o coração à esquerda.

Hoje ele advoga a favor da liberalização das drogas.

Sim, é muito progressista. Hoje, acho que ele é muito querido aqui. O Brasil é um país menos liberal do ponto de vista da economia, mas com a mentalidade geral bem aberta. Não era há 50 anos. Algumas regiões do Brasil ainda são muito conservadoras, claro. Minha vinda do Soros foi motivo de muita discussão aqui, muito estresse, inclusive na minha sabatina. E era, de fato, algo meio estranho: um brasileiro, que estava há seis anos em Nova Iorque trabalhando no mercado financeiro; as pessoas se esqueciam de que eu já tinha passado pelo

Banco Central e me viam apenas como alguém do mercado financeiro. Quem não me conhecia foi apurar um pouco mais, tentar aprender um pouco mais a meu respeito. Tudo bem, depois deu tudo certo. Mas, em um primeiro momento, houve boatos, inclusive, de que o George Soros teria especulado em cima da minha volta ao Brasil. Fato que ele sempre negou. Eu não estava mais lá, mas não tenho por que duvidar da palavra dele. Aos poucos, as coisas se acalmaram, mas tive uma sabatina bastante longa e muito tensa.

E como era seu cotidiano em Nova Iorque?

Eu trabalhava com mercados emergentes, basicamente, América Latina e alguns países mais exóticos. Mas não tinha nenhuma limitação. Eu podia olhar para qualquer lugar: Turquia, Egito, Marrocos. Visitei muitos desses lugares, fiz investimentos, tomei posições. A partir de determinado momento, incluímos a Ásia. Quando cheguei, a Ásia tinha uma situação estável no que diz respeito à taxa de câmbio, que era uma área de atuação importante do fundo de investimentos. Então, fiz poucos investimentos na Ásia até se aproximar a crise, que é um capítulo à parte.

Minhas posições eram as mais variadas. Apoiadas em análise. Por exemplo, fui muito ao México e à Argentina. Naquele momento, as dívidas desses países eram cotadas com uma taxa de juros muito alta porque o prêmio de risco era muito grande. Então, eu investia em dívida brasileira, em dívida argentina, em dívida da Venezuela. Fazia arbitragens também. Esses títulos de dívida de cada país deveriam ter seus preços dentro de certos parâmetros porque, no fundo, o emissor era o mesmo. Mas, às vezes, havia um título do mesmo emissor rendendo 15% ao ano, e outro, 13% ao ano. Então, vendia-se o de 13% para comprar o de 15%, mas era importante entender por que havia essa diferença na taxa. Muitas vezes, era porque estava em outra moeda. Então, era possível comprar um título denominado em iene, de um banco japonês, e se proteger, fazer um *hedge* da variação cambial e ter um retorno maior. E assim vai. Tomei uma decisão na época, que não é pública, mas que algumas pessoas sabem. Como havia participado da negociação da dívida brasileira, impus a mim mesmo uma quarentena de um ano, voluntária. Já comentei sobre isso, mas não é um assunto muito falado. Eu sabia tudo sobre dívida brasileira e me considerava

um *insider*. Exceto por um título que já havia sido emitido, o IDU – *Interest Due and Unpaid* –, com base em juros em atraso. Não é dos nomes mais convidativos para um investidor. O investidor se lembraria, a todo tempo, de que aquele título era fruto de uma moratória. Então, esse título eu me permiti operar. Os outros, combinei com o George Soros e com o Stan que não iria operar por um ano. Eles aceitaram.

Tem alguma posição da qual o senhor se orgulhe até hoje?

Várias. Nada que mereça um orgulho mais profundo, mas meus retornos foram muito altos. No Brasil, o ambiente era meio caótico, eu acompanhava, mas eu achava que esse momento iria passar, seria página virada. As empresas brasileiras eram cotadas a preços baixos e, por isso, tinham múltiplos muito baixos. Havia investimentos em ações da Telebras, Eletrobras, Telesp, que eram muito baratos à época. Eram investimentos muito bons. O risco valia a pena, porque o ambiente estava confuso, mas as perspectivas eram positivas. Fiz investimentos semelhantes no México durante a crise. Isso era uma rotina. Fazia muita arbitragem, tentava comprar o barato e vender o caro dentro dos parâmetros de cada país. Gerava um retorno alto.

Quando houve a desvalorização de 1999, o senhor tinha alguma posição?

Tinha alguma coisa, mas pouca. Assim como no México. A desvalorização no México ocorreu quatro anos antes, no início de 1995. Eu também tinha alguma coisa. Onde tínhamos posições grandes – que eram do meu *book* – era, especialmente, na Tailândia. Na Ásia, como um todo, mas especialmente na Tailândia. Estive na Ásia em janeiro de 1997 e, após conversar com muita gente, avalei que aquilo não era sustentável. O Stanley Fischer falou sobre a Ásia em um seminário. Na época, ele estava no FMI. Também tinha lido um texto acadêmico, publicado em 1996, da Graciela Kaminsky e da Carmen Reinhart,¹⁴ que é a coautora do Rogoff,¹⁵ sobre a questão

14 KAMINSKY, Graciela; REINHART, Carmen M. The Twin Crises: the causes of banking and balance-of-payments problems. *International Finance Discussion Papers*, n. 544. Board of Governors of the Federal Reserve System. Março, 1996.

15 REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. *This time is different: eight centuries of financial folly*. Princeton: Princeton University Press, 2009.

das crises gêmeas de balanço de pagamentos e bancária. É um texto extraordinário, que descrevia exatamente o que estava acontecendo na Ásia. Depois foi publicado na *American Economic Review*, mas o texto original era muito mais detalhado. Havia muita alavancagem, descasamento cambial, *deficit* em conta-corrente, estava tudo desequilibrado. Era muito barato se posicionar contra. Então, fui à Tailândia e à Coreia, em janeiro de 1997, e voltei muito preocupado com o que vi. Primeiro, porque o fundo tinha uma posição grande em ações na Coreia, que até então vinha rendendo bem. Relatei ao Druckenmiller o que vi, e ele vendeu tudo. Aproximadamente 15% do valor do fundo estavam aplicados na Coreia. Se ele não tivesse vendido, teria perdido 85% da posição em seis meses. Ele vendeu tudo e fizemos o *short* [posição vendida] principalmente no *baht*, a moeda tailandesa. Sinceramente, era um caso absolutamente de livro-texto. O que eles estavam fazendo na Ásia era uma loucura e acabaria por implodir.

Mas o que, exatamente, estava dando errado na Tailândia?

A Tailândia tinha um *deficit* em conta-corrente de 7% do PIB. Estava vivendo um *boom* imobiliário financiado com empréstimos em dólar de curto prazo. Era um clássico descasamento de câmbio e de prazo: um ativo em *baht*, de longo prazo, financiado por dívida em dólar, de curto prazo, com um *deficit* gigante nas transações correntes. Aquilo era insustentável. Quando fui lá, descobri que, além de tabelar o câmbio, eles tabelavam as taxas de juros implícitas no mercado de câmbio. O Banco Central da Tailândia fazia como o Banco Central do Brasil faz hoje, algo equivalente a *swaps*. Eles atuavam no mercado a termo, chamado *forward*, ou seja, tabelavam não só o câmbio *spot* [mercado à vista] como o *forward* de um ano, que custava 3% ao ano. Um equívoco colossal, colossal. Comentei com as pessoas de lá sobre aquela situação ser insustentável. Eles sabiam disso, mas como cresciam muito e eram países que tinham muita poupança, muito investimento, penso que acreditaram que aquele modelo se sustentaria indefinidamente. Nós não compartilhávamos dessa percepção. Também tomamos posições muito famosas em Hong Kong, porque vendemos o que tínhamos na bolsa de valores e, então,

o governo fez uma intervenção na bolsa contra a especulação que deu certo, pois o quadro geral lá não era fundamentalmente frágil.

O Japão também fez esse tipo de intervenção recentemente, quando comprou ações em bolsa. Ali não ganhamos, mas também não perdemos, saímos do mercado. Tínhamos uma posição na Malásia, que também tinha um desequilíbrio bastante grave, mas lá fizemos uma posição pequena porque, ao contrário da Tailândia, que era mais organizada, tínhamos receio de medidas mais truculentas, como controle de câmbio. Quando o *ringgit*, que é a moeda da Malásia, começou a se depreciar, cobrimos nosso *short*. Na época, o George e o Stan declararam que, durante a crise na Malásia, estávamos comprando a moeda local e não aumentando a nossa posição. Também não aumentamos na Tailândia, cobrimos nossa posição e quem introduziu o controle de câmbio foi a própria Tailândia em junho de 1997. Mas como o Druckenmiller tinha experiência com as crises europeias – a começar pelo *pound*, mas também Espanha e Suécia –, tínhamos montado a posição nessa taxa a termo de um ano. Então, o aumento dos juros para tentar defender a moeda não nos afetou, porque não estávamos rolando uma posição no dia a dia que pudesse ser afetada pelo aumento de juros. Essa é uma questão técnica, mas interessante para registro. No fim das contas, era uma posição boa, deu certo e foi extremamente lucrativa. Ganhei um ótimo bônus. Na época, Rodney Jones,¹⁶ que trabalhava como nosso economista – hoje, é meu consultor – não ganhou bônus algum, salvo um pouco que tirei do meu. Mais recentemente, Rodney apareceu no livro do Sebastian Mallaby, *More money than God*, em que descreve essa história como se ele tivesse sido o responsável por tudo. Mas ele acreditava que aquele modelo de câmbio asiático era perfeito, que nunca iria quebrar. Depois, quando quebrou, aí sim ele foi muito importante porque, rapidamente, percebeu que não era bem aquilo e nos ajudou muito. Comento aqui só para ficar para a história, caso algum neto meu ouça falar sobre esse episódio. No livro, apareço apenas com um pequeno depoimento, mas não me incomodo muito.

16 MALLABY, Sebastin. *More money than God: hedge funds and the making of a new elite*. Penguin Group. 2010

Com todas essas crises acontecendo em mercados emergentes, devia ser impossível não pensar no Brasil. Não como operador, mas como um cidadão preocupado. O senhor tinha algum contato com a equipe econômica naquele momento? Qual era seu sentimento ao final de 1995, começo de 1996, em relação ao real? Já havia uma discussão no governo sobre a questão do câmbio?

Tinha algum contato com a equipe econômica, mas ainda não havia discussões sobre câmbio naquele momento. Conforme a discussão foi se intensificando, os juros foram aumentando. O prêmio de risco cambial estava muito alto. Ninguém acreditava que aquilo fosse sustentável, era uma questão de “quando” e não de “se”. E era muito caro. Se você tivesse tomado uma posição contra o real dois anos antes, com juros de 20%, teria quebrado antes do real. Era como o que diziam sobre o [Rudiger] Dornbusch, famoso professor do MIT, que falava muito sobre crises: “Se você tivesse tomado a posição quando ele começou a falar, teria quebrado antes do México”. Ele falou sobre a crise do México por 2 ou 3 anos.

Eu me preocupava. Não era fácil. Não havia um mercado tão líquido, tão organizado quanto hoje. Conversava informalmente com as pessoas e, de vez em quando, alguém do governo me ligava pedindo um *briefing* sobre a situação global, que eu, obviamente, dava com o maior prazer. No início de 1999, fui chamado para uma visita pública ao presidente Fernando Henrique, com Pedro Malan e o Chico Lopes, que era, na época, o presidente do Banco Central. Eu e André Lara Resende fomos a um jantar para descrever a eles o que estávamos vendo. Não tinha a menor ideia de que fosse ser convidado para a presidência do Banco Central duas semanas depois. Estava com o presidente do Banco Central, meu amigo, meu professor. Estava ali tentando dar umas ideias. Tinha até mandado um *paper* de Laurence Ball¹⁷ para o Chico Lopes, um artigo sobre metas para inflação em uma economia aberta, e ele tinha gostado. Era um texto para discussão do *National Bureau of Economic Research* (NBER).¹⁸ Havia outros estudos sendo publicados naquele momento, como o livro

17 BALL, Laurence. Policy rules for open economies. *NBER Working Papers*, n. 6.760, 1998.

18 Instituição privada, sem fins lucrativos, fundada em 1920, que se dedica a apoiar pesquisas na área de Economia.

do Bernanke sobre *inflation target*.¹⁹ Enfim, eu estava olhando aquela história toda, e falava com eles que teriam que sair daquele regime de câmbio em algum momento. O que era negado, obviamente. Em 1999, o sistema de metas para inflação, era recente em todo o mundo, não tinha nem uma década de existência ainda. Países como Nova Zelândia, Suécia, Reino Unido e Canadá só o adotaram a partir de 1994.

Por que a Nova Zelândia é fonte de tantas ideias interessantes de ajuste fiscal, de metas para a inflação?

De privatização também. Não sei dizer. É um país muito equilibrado, não é? E muito educado. Acredito que as pessoas de lá pensam em seus problemas e os resolvem. Foram pioneiros nas metas para a inflação, foram pioneiros em privatização. Tiveram um primeiro-ministro, Roger Douglas, que esteve no Brasil entre 1991 a 1992. Cheguei a conhecê-lo na época. Foi um primeiro-ministro socialista, que privatizou. Foi incrível. Aproveitamos sua visita ao Brasil para conversar sobre sua experiência, mas a parte do tratamento da inflação não tinha ainda sido desenvolvida. Foi depois dessa viagem que adotaram a ideia de estabelecer uma meta para o Banco Central. No caso deles, por contrato com o presidente do Banco Central, que era o único que votava. Destaca-se nesse aspecto também a questão da autonomia do Banco Central. Eles foram, de fato, pioneiros.

Mas, ainda na época do Soros, dei aulas por cinco anos em Columbia, na *School of International Public Affairs* (Sipa). Lecionava mercado de capitais e política macroeconômica junto com Rob Johnson, meu colega em Princeton.

Sua experiência como acadêmico e também investidor é muito interessante. Como o senhor interpreta modelos macroeconômicos tendo em vista sua formação e sua experiência profissional?

Algo que se aprende no mercado financeiro é que modelos são interessantes, mas, frequentemente, são muito simplificados. Cabe ao analista agregar outras informações, como o que está ocorrendo na

19 BERNANKE, Ben S.; LAUBACH, Thomas; MISHKIN, Frederic S. e POSEN, Adam. *Inflation targeting – Lessons from the international experience*. Princeton University Press, 1998

política do país, o contexto do setor financeiro, como está a saúde das empresas. Com mais informações disponíveis, faz-se uma avaliação da taxa de câmbio. Essa avaliação tem que considerar o macro e o micro. Por exemplo, um analista pode concluir olhando a taxa de câmbio efetiva real que a moeda está sobrevalorizada em 15%; aí, vai até o país, e descobre que as empresas estão ganhando dinheiro mesmo com esse câmbio, que talvez não esteja sobrevalorizado. Ou o contrário: faz a estimativa, pode considerar que o câmbio está justo e, visitando as empresas como eu fazia, descobre que elas não estão suportando a concorrência das empresas estrangeiras. Há muitas atividades que um analista desenvolve além de construir e verificar os modelos. Contudo, a forma de raciocinar por meio de modelos ajuda muito. O entendimento dos episódios históricos é extremamente importante e, para mim, sempre foi muito útil. E mais: a produção acadêmica, por necessidade, se não por convicção – na maioria dos casos, por convicção –, é sempre extremamente honesta e rigorosa. Na minha experiência como investidor, sempre me beneficieei muito por acompanhar a pesquisa acadêmica. Essa é a relação que faço entre academia e mercado. Tem um pouco do meu interesse pessoal nisso também. É um assunto que me interessa, é minha profissão e sempre pude, assim, unir o útil ao agradável. Não tenho paixão por dar aula, mas gosto do convívio com os alunos e com os professores. Orientei algumas teses ao longo da vida e acho que isso sempre me fez muito bem. Tenho dado poucas aulas nos últimos anos. Há 2 ou 3 anos, dei aula em um curso na graduação da PUC pela primeira vez. Até então, só tinha dado aulas na pós-graduação. Gostei muito.

Há uma frase de um economista famoso que, aos 70 anos, foi lecionar o curso de Introdução à Economia pela primeira vez e, ao ser questionado sobre por que daria um curso tão básico, respondeu: “Só agora consigo ensinar o básico, porque já vivi tudo”.

É difícil mesmo. Para uma pessoa mais experiente, é mais fácil, porque não precisa acompanhar as últimas pirotecnias matemáticas ou estatísticas que acompanho, assim, de longe.

Acho que professor de pós-graduação tem que ser produtor de conhecimento e eu sou muito mais consumidor do que produtor

de pesquisa. Atualmente, voltei a fazer pesquisa com coautores mais jovens. Estou com dois projetos espetaculares, mas não fazia pesquisa há muito tempo. Um com Tiago Berriel, sobre juro no Brasil, um estudo bem completo; outro com Vinicius Carrasco e João Manoel Pinho de Melo, sobre as nossas experiências com políticas setoriais. Depois que saí de Princeton, nunca mais fiz pesquisa acadêmica. Escrevi alguns textos, mas semiacadêmicos. No meu currículo, constam algumas publicações, mas não são em *journals* de primeira linha em economia. Minhas poucas publicações não buscam avançar na fronteira da teoria, da técnica econométrica, nada disso. Tenho uma publicação recente, sobre América Latina, na revista *Journal of Economic Perspectives*, da *American Economic Association*, mas é uma resenha na qual tento organizar algumas ideias sobre a América Latina.²⁰ É uma revista muito lida, mas não é muito técnica. E tenho outro artigo, sobre metas para inflação, que escrevi com coautores do Banco Central, Ilan Goldfajn e André Minella.²¹ Esse, sim, foi razoavelmente citado. E tenho outros textos menores, capítulos de livros,²² além de artigos em jornais.²³

20 FRAGA NETO, Arminio. Latin America since the 1990s: rising from the sickbed? *Journal of Economic Perspectives*, 18(2): 89-106. 2004.

21 FRAGA NETO, Arminio; GOLDFJAN, Ilan e MINELLA, André. Inflation targeting in emerging market economies. *NBER WP*, n. 10.019, 2003.

22 FRAGA NETO, Arminio e JOHNSON, Robert A. William H. Branson expected fiscal policy and the recession of 1982. *NBER Working Papers*, n. 1784, 1985; FRAGA NETO, Arminio e GLEIZER, Daniel. Constrained discretion and collective action problem: reflections on the Resolution of International Financial Crises. *Working Paper Series*, n. 34. Banco Central do Brasil: 2001; FRAGA NETO, Arminio. Sobre a relação entre os regimes fiscal e monetário no Brasil, em: BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016; FRAGA NETO, Arminio. Opções para a política macroeconômica, em: BACHA, Edmar e GOLDFAJN, Ilan (org.). *Como reagir à crise? Políticas econômicas para o Brasil*. Rio de Janeiro: Imago, 2009; FRAGA NETO, Arminio. Aide-memoire 2, em: MOREIRA, Marcílio Marques et al. *Quixote no Planalto: o resgate da dignidade em tempos adversos*. Rio de Janeiro: Edições de Janeiro, 2017. Além de prefácios em diversos livros, como *Crônicas de uma crise anunciada – A falência da economia brasileira documentada mês a mês*, de Pedro Cavalcanti Ferreira e Renato Fragelli Cardoso, pela FGV Editora; e *Anatomia de um desastre: os bastidores da crise econômica que mergulhou o país na pior recessão de sua história*, de Cláudia Safatle, João Borges e Ribamar Oliveira, pela editora Porfolio-Penguin.

23 FRAGA NETO, Arminio e PINTO, Marcos Barbosa. Volta para o passado ou passo para o futuro. *Jornal Valor Econômico*, 11 de dezembro de 2017; FRAGA NETO, Arminio. O país que não aprende? Homenagem a Roberto Campos. *Jornal Valor Econômico*, 14 de julho de 2017.

Capítulo 8

Os Tempos de Banco Central

O senhor mencionou que o convite para assumir a presidência do Banco Central foi uma surpresa. No entanto, seu nome é muito citado no primeiro volume de Diários da Presidência, em que o ex-presidente Fernando Henrique expõe suas impressões sobre os anos de 1995 e 1996. Persio [Arida] teria manifestado a intenção de deixar o cargo e o senhor seria uma possível alternativa, mas tinha recentemente entrado no Soros e não poderia sair. Em outro momento, após a saída de Loyola, seu nome foi novamente proposto.²⁴

É verdade que entraram em contato comigo quando o Persio deixou a presidência do Banco Central, mas argumentei que tinha acabado de me instalar com minha família e estava precisando construir uma poupança pessoal. Cheguei a brincar que poderia participar no segundo mandato. Em relação ao segundo momento que você menciona, não fui consultado nessa oportunidade, não.

Mas seu nome sempre foi muito citado para assumir a presidência do Banco Central. Isso acabou acontecendo em 1999, logo após Chico Lopes ter sido convocado para depor em uma Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI). Foi um período bastante atribulado. Como foi esse momento para o senhor?

Em janeiro de 1999, como disse, jantei com o presidente Fernando Henrique, Malan, Chico e André. Foi numa quarta, na última semana do mês. Vim ao Rio visitar meus pais, que moravam na cidade. Na sexta-feira seguinte, houve aquela crise bancária, uma confusão. Pouco depois disso, me fizeram o convite. Eu estava com minha família no *bar mitzvah* de um amigo do meu filho, no sábado, quando recebi uma ligação do Pedro Parente no celular. Foi ele quem me ligou.

24 CARDOSO, Fernando Henrique. *Diários da Presidência (1995-1996)*. São Paulo: Companhia das Letras, 2015, v. 1, pp 26-29 [antes de indicar Persio Arida para o Banco Central; p. 119, quando da substituição de Persio Arida].

Com seu jeito incisivo, falou: “Fraga, agora não tem jeito. Agora você tem que vir”. Pedi um instante para sair da sinagoga porque – não sou muito religioso, sou católico e tenho amigos de todos os credos – acho desrespeitoso o telefone tocar durante a cerimônia. Nem sei por que estava com o telefone. Então, saí para atender.

Conversei primeiro com Pedro Parente, depois com Pedro Malan e, por último, com o presidente. Disse que estava muito honrado com o convite, que aceitaria, mas pedi uma noite para refletir. No dia seguinte, domingo, retornei a ligação para aceitar definitivamente o convite.

Tinha uma lista pequena de itens que queria combinar com eles antes de assumir. Primeiro, perguntei se o ajuste fiscal prometido estava, de fato, acontecendo; porque, sem ele, achava que não teria jeito. Afirmaram que o ajuste fiscal estava ocorrendo sim, e que eu podia ficar tranquilo. Em seguida, disse que precisava de uma equipe e recebi sinal verde para escolher quem quisesse para compor a equipe. Meu terceiro pedido, direcionado ao presidente, foi ter a autorização dele para fiscalizar os bancos públicos com muito rigor. Expliquei que meu objetivo não era mudar a direção de política pública dessas instituições, mas dar transparência e confiança à sociedade de que ali não enfrentaríamos problemas. Isso porque a experiência universal é de que se o ativo de um banco cresce muito rapidamente e, sobretudo, se o banco é público, a tendência é de que haja muitos problemas. O presidente deu sua autorização. Por último, informei que achava fundamental manter o câmbio flutuante e adotar o sistema de metas para inflação. Realmente, não via outro modelo para o país. Não seria possível adotar novamente o câmbio fixo, porque estava dando errado há décadas no Brasil. Nem eu nem ninguém no mundo acreditamos em algum tipo de controle de agregados monetários e, então, quase que por eliminação, o que sobra é o sistema de metas. Defendi minha posição afirmando que via, com muito receio, que a situação da época sinalizava que, potencialmente, poderia haver uma explosão da inflação. Seria o fim do Plano Real.

Em relação aos bancos estaduais, eles já tinham sofrido intervenção?

Já havia ocorrido intervenção na maioria desses bancos, mas não tinham sido privatizados. Foi atribuição do Banco Central conduzir

a privatização de vários bancos estaduais pequenos e de dois grandes: o Banespa, de São Paulo, e o Banestado, do Paraná.

Esse item fez parte de sua conversa para aceitar a posição ou foi um processo natural que chegou até o Banco Central?

Foi um processo natural. Também não me lembrei, ou não foi o caso de comentar, mas eu sabia que isso estaria esperando por mim no Banco Central. Era de certa forma uma continuação do trabalho feito pelo Banco no período em que participei como diretor.

Cheguei em um momento bastante confuso e durante o recesso parlamentar. Por isso, não pude assumir a presidência do Banco Central de imediato. Trabalhei um mês como assessor do Malan, aguardando a reabertura do Congresso Nacional. Fui, inclusive, ao FMI com Amaury Bier – que hoje é meu sócio –, para negociar um novo acordo, já pré-negociando o regime de metas para inflação, uma vez que ainda não havia sido implantado.

Nossa intenção era mostrar o que queríamos fazer e pedir o apoio do FMI. Para estabilizar o quadro naquele momento, considerávamos ser preciso estabilizar as expectativas e parte disso exigia estabilizar o câmbio. O câmbio havia depreciado muito, mas não poderia seguir nessa trajetória, sob pena de a inflação ficar fora de controle em função do repasse da depreciação para os preços. Então, uma das âncoras era ter algum apoio no balanço de pagamentos. Essa foi uma experiência fantástica, porque envolveu o setor privado.

Gostaríamos que contasse sobre como foi sua sabatina. Era um procedimento relativamente novo no Brasil, introduzido pela Constituição de 1988. Poucos presidentes do Banco Central haviam sido sabatinados até aquele momento. Como foi sua preparação? O que o senhor esperava e o que aconteceu?

Já havia sido sabatinado anteriormente, quando assumi a Diretoria de Assuntos Internacionais do Banco Central. Houve até um evento pitoresco naquela sabatina. No meio do procedimento, o senador [Eduardo Matarazzo] Suplicy perguntou o que era mais barato: o amor ou a prostituição. Quem me salvou foi o senador Espiridião

Amin, quando disse que era a prostituição, porque a prostituição é paga à vista, e o amor, a prazo.²⁵

Tinha, então, alguma experiência com o processo, mas sabia que na sabatina para assumir a presidência o clima seria mais tenso, até porque estava vindo de Nova Iorque, onde trabalhava com George Soros, um grande investidor e especulador, e isso gerava ansiedade, especialmente em quem não me conhecia. Mas foi tensa também porque alguns partidos que compunham a base aliada do governo Fernando Henrique, naquele momento, estavam se afastando. Era um momento de crise e eles rapidamente desembarcaram. Adicionalmente, em paralelo à turbulência macroeconômica pela qual o país passava, havia boatos sobre especulação cambial, sobre a existência de operadores no mercado que possuíam informações privilegiadas e assim por diante. Tanto que, não muito tempo depois, voltei ao Congresso para depor na CPI dos bancos. Foram 6 ou 7 horas de depoimento sobre um assunto que, na verdade, eu não tinha vivido, porque os eventos ocorreram antes da minha posse.

Era a CPI do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer)?²⁶

Não, era a CPI do Banco Marka. Era uma CPI sobre a crise cambial.

A sabatina foi dura, muito discurso em vez de pergunta, o que é esperado. Parlamentares se posicionando politicamente publicamente. Em geral, falam para suas bases eleitorais, o que também é natural. Eu já estava preparado. Embora a avaliação da equipe de governo fosse de que eu seria aprovado, haviam me alertado de que seria difícil. E foi. Conte todo o tempo com a presença do senador Antônio Carlos [Peixoto de] Magalhães, que era presidente do Senado. Ele permaneceu durante toda a sabatina, o que é raro. Minha família paterna é da

25 Situação semelhante ocorreu na sabatina de Pedro Bodin, realizada em 21 de maio de 1991. A sabatina para a posição de diretor do Banco Central de Arminio Fraga foi realizada em 5 de junho de 1991.

26 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: BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Finanças públicas*: sumário dos planos brasileiros de estabilização e glossário de instrumentos e normas relacionadas à política econômico-financeira. Departamento Econômico, 6ª edição revisada, junho/2008, p. 40.

Bahia e meu avô e meu tio-avô eram médicos e professores. O meu tio-avô foi professor do pai do senador Antônio Carlos. Havia, então, uma simpatia mútua devido a esse passado familiar. Ele ficou lá, foi interessante. Falou muito pouco, falou umas três vezes comigo durante toda a sabatina, o que é, de certo modo, pitoresco.

No primeiro momento, cometi uma gafe. No início da sabatina, chamei vários senadores de senhor ou senhora. Na terceira ou quarta vez em que fiz isso, o senador Antonio Carlos corrigiu: “É Vossa Excelência”. Então, passei a dirigir-me a eles utilizando Vossa Excelência.

O segundo momento pitoresco foi quando um senador de Brasília, Lauro [Álvarez da Silva] Campos, fez um longuíssimo – e ligeiramente raivoso – discurso, mas não fez pergunta. Na verdade, fez um discurso confuso e não fez nenhuma pergunta. O senador Antonio Carlos voltou-se para mim, com seu jeito inimitável, e disse: “Ignore”. Agradei ao senador Lauro Campos pelos comentários, mas, como não havia pergunta, devolvi a palavra ao presidente da mesa. Seguiram os trabalhos. Sucederam perguntas sobre o que fazer, sobre a crise, sobre possíveis conflitos de interesse relativos ao meu passado como investidor, sobre informações publicadas no *blog* do famoso economista – hoje ainda mais famoso porque ganhou o prêmio Nobel – Paul [Robin] Krugman, que indicavam que George Soros teria especulado a partir da notícia do meu retorno ao Brasil. Na verdade, quando recebeu a notícia na segunda pela manhã, já era sabido que eu estava voltando ao Brasil. Enfim, havia toda essa tensão.

Houve um momento em que o senador Roberto Saturnino Braga, do Rio, fez um discurso muito raivoso, afirmando que eu era um gênio do mal. Aí, ele falou: “Agora, bate”. Eu não bati, mas disse que lamentava pela opinião dele, ou algo assim, mas minha frase final foi: “Eu não sou gênio, mas sou do bem”. Essa frase foi primeira página de jornal, o que aliviou um pouco as tensões. Mas foi muito tenso.

A senadora Heloísa Helena [Lima de Moraes Carvalho], que era do Partido dos Trabalhadores (PT) à época, fez uma intervenção muito dura ao se referir a um artigo meu, publicado na *Gazeta Mercantil*, sobre bancos estaduais, no qual defendia, de forma bastante elaborada,

a privatização dessas instituições, o que, de fato, veio a acontecer anos depois. A frase final do artigo era: “Tudo que vale para os bancos estaduais, vale também para os bancos federais”. Ponto, assinado Arminio Fraga Neto. Eu já tinha saído do Banco Central quando publiquei aquele artigo. Já estava em Nova Iorque. A senadora Heloísa Helena ficou irada porque acreditava que eu ia privatizar o Banco do Brasil. Tentei tranquilizá-la, dizendo que não era a posição de governo. E ela insistiu: “Mas qual é a sua posição? O senhor acha que tem que privatizar, não tem?”. Fiz minha defesa.

Em outro momento, um senador – acho que o próprio senador Suplicy – fez um comentário a respeito do fato de minha mãe ser americana e acho que fiz uma brincadeira qualquer em resposta. Sou um cara que filtra as coisas positivas. Falei: “Pois é, senador, inclusive, minha mãe já era americana quando fui sabatinado e aprovado por essa ilustre casa do Congresso Nacional”. Todos caíram na gargalhada.

Outro aspecto curioso foi que, depois de certo momento, as perguntas começaram a se repetir. Existe um rodízio de presença nesses eventos mais prolongados, porque ninguém aguenta ficar sete horas seguidas nessas comissões. Isso faz com que as perguntas comecem a se repetir. Àquela altura, já havia feito um convite provisório para a Cláudia Safatle, uma jornalista econômica de muito peso, uma das fundadoras do *Jornal Valor Econômico*, para ser assessora de imprensa do Banco Central caso fosse confirmada minha indicação. A Cláudia, depois de umas duas horas de sabatina, me mandou um bilhete dizendo para eu ficar tranquilo porque não haveria mais pergunta nova. O tempo foi passando e foi ficando claro que ela estava certa. É quase como se aquilo fosse um teste de coerência. Exigia, claro, certo nível de concentração para falar as coisas de uma forma parecida. Claro que eu ia falar a mesma coisa, não tinha nada a esconder. E acabou que aquilo não foi ruim para mim, porque pude expor as minhas posições. Acreditava no que tinha conversado com os dois Pedros [Malan e Parente] e com o presidente quando aceitei o convite. Serviu para deixar claro que eu, realmente, acreditava que, se o Brasil estivesse encarando para valer a necessidade de ajuste fiscal, o resto ia se resolver. Havia um risco de a inflação ficar alta – esse era o nosso grande receio naquele momento –, mas acreditava que, com

um ajuste fiscal, seria possível controlar a inflação. Acreditava muito no modelo, no famoso tripé, que está aí até hoje: meta de inflação, câmbio flutuante e meta fiscal.

Parecia ser loucura voltar para um sistema de câmbio administrado em um mundo onde os agregados monetários eram muito instáveis. Não restava ao Banco Central outra alternativa que não fosse ligada à inflação diretamente. A decisão poderia ter sido a de fazer o ajuste sem o compromisso formal com uma meta, adotando uma política mais flexível e com compromisso. Acabamos decidindo por assumir o compromisso com metas, que foram introduzidas gradualmente, acreditando que o sistema ajudaria a ancorar as expectativas. Isso sem ignorar que sempre há o risco de definir a meta e não conseguir cumpri-la. Não foi o nosso caso. Cumprimos as metas naquele momento de risco.

Sobre o regime de metas para inflação, sabe-se que é um modelo de condução de política monetária que depende de credibilidade e de controle na área fiscal. Em 1999, o Brasil se tornou o primeiro país emergente a utilizar esse modelo. Como foi esse processo?

O Chile alega ter adotado o sistema antes, mas não tinha meta. Eles tinham uma política de redução gradual da inflação, mas não tinham meta formal. A introdução do sistema, no fundo, ocorreu aqui em um quadro em que era necessário não só ancorar as expectativas como, também, reduzir a inflação. Ou seja, a meta teve um papel duplo de ancorar e ajudar a estabilizar, além de contribuir para reduzir a inflação. No fim das contas, introduzimos também uma meta fiscal.

Deve ter havido um cuidado muito grande em relação à comunicação de como o Banco Central implementaria o sistema de metas para inflação. Como trataram com a desconfiança do mercado naquele momento? Alguns investidores acreditavam que seria o fim do Plano Real. Há quem diga que durante sua passagem pelo Banco Central foi realizado o Plano Real II.

Não quero me gabar, mas não tenho nenhuma dúvida de que foi. O que, aliás, não é caso único na história, só que muitos planos chegam a essa segunda etapa e dão errado. O nosso deu certo, mas contou com uma base fiscal que foi fundamental. Esse ajuste foi histórico

e contribuiu de forma fundamental para o trabalho do lado de cá. Nossa estratégia era demonstrar firmeza na área fiscal, trabalhar para angariar a confiança dos envolvidos, fazer um acordo com o FMI e conversar com os credores internacionais para ajudar a manter o câmbio como uma ferramenta auxiliar e, a partir dessas iniciativas, introduzir o sistema de metas por etapas porque a incerteza ainda era muito grande. Tínhamos preocupação em escolher uma meta para a inflação que não se tornasse obsoleta rapidamente por ficar muito alta ou muito baixa e, então, termos que alterá-la. Por isso, concluímos que a melhor opção era implementar por etapas. Na época, escrevi um artigo que foi publicado e o apresentei no Simpósio do Fed que acontece todo ano em Jackson Hole, no estado de Wyoming (Anexo III).²⁷ Essa é a conferência mais importante do Fed, e eles abriram espaço na agenda para que apresentasse o trabalho.

Era uma bela conferência. Quando fui diretor do Banco Central, cheguei a participar uma vez. O convite havia sido encaminhado ao presidente, que não pode ir e, então, Pedro Bodin e eu fomos. Ninguém do Brasil havia participado dessa conferência até então, mas sabíamos do que se tratava. Depois de muita discussão sobre quem representaria o presidente, Pedro sugeriu que fosse pedida uma exceção para que dois brasileiros pudessem comparecer, já que o Brasil nunca tinha participado. Eles autorizaram e fomos os dois. Isso foi em 1991, se não me engano. Não sei se compareci no ano seguinte também. Mas, como presidente do Banco Central, compareci todos os anos. Mesmo após deixar a presidência do Banco, continuaram me convidando.

A conferência tem quatro sessões nas quais acadêmicos apresentam estudos sobre o tema do ano e há dois debatedores; um palestrante no almoço e um painel, ao final, para discutir lições aprendidas. É um seminário bem acadêmico. Há muito tempo para conversas entre os participantes e a construção de relações; todos os dias, à tarde, os participantes saem para caminhar, todos almoçam e jantam juntos. Enquanto estava no governo, íamos a essa conferência e às

27 FRAGA NETO, Arminio. Monetary policy in a transition to a floating exchange rate: remarks on the recent Brazilian experience, em *New challenges for monetary policy, a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*. Jackson Hole, Wyoming. August 26-28, 1999.

reuniões do *Bank of International Settlements* (BIS),²⁸ em Basileia. Eram oportunidades para apresentarmos o que se passava no Brasil e o que estávamos fazendo, pois presidentes de bancos centrais são formadores de opinião. Por isso, comecei a ir a Basileia. Participava de 6 das 8 reuniões; nas duas restantes, participava algum diretor. O Brasil despertava muito interesse, estava introduzindo o sistema de metas para a inflação e eles queriam nos ouvir. Eu apresentava, periodicamente, um pequeno relato que se espalhava porque os participantes retornavam a seus países e conversavam com bancos, investidores, pessoas do seu país e se criava uma rede de apoio.

Bem, como mencionei, o que apresentei no painel do Simpósio do Fed de 1999 e o artigo que escrevi resumindo essa participação descrevem exatamente o que foi realizado nessa época. O Banco Central tinha que calibrar as várias opções, mas, no fundo, o mais importante era definir o nível da taxa de juros. A boa prática recomenda que o Banco Central estabeleça a taxa de juros em nível um pouco acima da expectativa de inflação para que tenha efeito. E assim foi. Concluímos um acordo com o Fundo, realizamos um *road-show* para os credores – principalmente bancos –, apresentando a situação e mostrando que ela era administrável.

Também fomos a Nova Iorque, Tóquio, Londres e Paris. Nos dividimos em três grupos e fizemos apresentações. Esse esforço fez com que o mercado de câmbio e as expectativas se acalmassem. No início do ano, apresentamos uma meta de inflação para o último trimestre de 1999 de um dígito. Em junho, apresentamos a meta do ano, de 8%.

Houve algum tipo de ajuste da meta?

Não, foi a primeira meta, e única. Somente em 2001 tivemos que recalibrar a meta, porque foi um ano bem complicado. Mas em 1999, foi isso. Do ponto de vista da política monetária, o mais interessante era tentar estimar o coeficiente de repasse da depreciação cambial para a inflação, o famoso *pass through*. No Brasil, não havia

28 Organização financeira internacional cujos membros são bancos centrais que, juntos, representam 95% do PIB mundial. A missão do BIS é auxiliar os bancos centrais a garantir a estabilidade financeira e monetária de seus respectivos países, incentivar a cooperação internacional nessas áreas e atuar como banco central dos bancos centrais.

uma série estatística atualizada que viabilizasse essa estimativa, porque o câmbio até pouco tempo era fixo. Daí a dificuldade de se estimar essa relação, não havia uma série histórica. Para solucionar esse problema, fizemos um trabalho empírico observando outros países. Esse trabalho foi publicado por Sérgio Werlang em coautoria com Ilan Goldfajn que, depois, sucedeu Sérgio como diretor de Política Econômica.²⁹ O Sérgio convidou Ilan e o auxiliar de pesquisa deles que hoje é meu sócio, meu co-gestor no fundo multimercado na Gávea Investimentos, Gabriel Srouf. Eu conhecia de nome o Gabriel, aluno brilhante, mas só depois liguei as pontas. Com essa pesquisa, passamos a ter estimativas. A vantagem do sistema de metas é que ele é adaptativo. Diversas vezes no ano, acontece a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom). Na minha época, a reunião era mensal; agora o intervalo entre as reuniões é um pouco maior. O objetivo era mostrar que estávamos, de fato, comprometidos. A taxa de juros era bastante elevada, mas, rapidamente, a situação se acomodou. No dia seguinte à primeira reunião do Copom sob minha gestão, houve um sinal muito positivo: a curva de juros se inverteu após um aumento da taxa de juros de 39% ao ano, em 18 de janeiro de 1999, para 45% ao ano em 4 de março de 1999. Quem é do ramo, como eu, no dia seguinte comemorou.

Traduzindo: as taxas de juros de prazo mais longo são uma espécie de média das taxas que se imagina que vão vigorar até lá. Isso porque pode-se comprar um título com uma taxa longa ou rolar investimentos de curto prazo. Então, uma alternativa deveria ser equivalente à outra em valores esperados. Assim, quando a taxa longa cai, como ocorreu, há a expectativa de que a taxa de curto prazo deverá se reduzir também. Isso aconteceu muito rapidamente e a expectativa de inflação também se alinhou rapidamente, porque estavam muito dispersas.

É uma questão de descompressão de risco.

Com certeza. No início do ano, havia uma expectativa de contração de 4% do PIB. Fizemos o programa fiscal com essa expectativa, para

29 GOLDFAJN, Ilan e WERLANG, Sérgio Ribeiro da Costa. The pass-through from depreciation to inflation: a panel study". *Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil*, n. 5, jul. de 2000.

sermos realistas. As expectativas de inflação variavam entre 20% e 50% ao ano. Nesse período, o Banco Central começou a fazer pesquisa também. Até então, não havia um departamento de pesquisa mais acadêmica. Tínhamos um ótimo Departamento Econômico, que tratava espetacularmente bem dos temas de conjuntura, mas não havia uma equipe de pesquisa para elaborar modelos. Então, fizemos uma seleção interna para escolher quem iria chefiar essa nova equipe que pretendíamos criar. O escolhido foi Alexandre [Antônio] Tombini, atual presidente do Banco, que fez um magnífico trabalho como chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas, com uma equipe muito boa e sob a direção do Sérgio.

Os Working Papers do Banco Central faziam parte do regime de metas para inflação como um componente de comunicação?

Até certo ponto, sim. Apresentavam temas e abordagens que estão sendo discutidos internamente. Mas o mais importante são os próprios relatórios do Banco, mostrando o que a Instituição pensa. No âmbito do sistema de metas, introduzimos os *Relatórios Trimestrais de Inflação*.

Esses relatórios mostram quais são as projeções do Copom e como a conjuntura está sendo percebida pela equipe do Banco. E também é um espaço para digressões ou pequenos estudos sobre vários temas, aspectos dos mais variados. É uma ferramenta muito importante e útil.

As atas das reuniões do Copom também evoluíram ao longo do tempo. Passaram a ser menos repetitivas e mais enxutas. Uma delas escrevi boa parte à mão, depois melhoramos o texto e essa ata foi chamada de didática.³⁰ Usávamos apelidos engraçados para falar sobre o sistema. Depois, Ilan e eu transformamos aquele texto em um artigo de página inteira no [Jornal] *Valor Econômico*,³¹ explicando como funcionava o sistema de metas. A comunicação faz parte do

30 Nas *Notas da 33ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil* há um anexo denominado “Nota Explicativa da Decisão do Copom de 4 de março de 1999”. No *Relatório de Inflação* do Banco Central do Brasil, de março de 2002 (pp. 116-117), há um box intitulado “O Processo de Decisão do Copom”.

31 FRAGA NETO, Arminio e GOLDFAJN, Ilan. Política monetária no Brasil. *Jornal Valor Econômico*, 6 de novembro de 2002, reproduzido no *Relatório de Inflação*, Banco Central do Brasil, dez. de 2002, pp. 117-120.

trabalho do Banco Central. Para resumir, seus principais canais de comunicação são as Atas das reuniões do Copom, os Relatórios de Inflação, discursos, entrevistas e estudos. Tínhamos como regra que cada chefe de departamento e diretor falava sobre assuntos de sua área, e os temas de política monetária eram discutidos por meio de instrumentos formais e falas do presidente do Banco. Cabe registro de que, a partir da introdução do regime de metas, o resultado das reuniões do Copom era apresentado pelo diretor de Política Monetária, em nome do colegiado. Mais adiante, passou-se a divulgar apenas um comunicado à imprensa.

Um último ponto sobre sua sabatina. O senhor foi o primeiro candidato à presidência do Banco Central identificado com o sistema financeiro que passou por sabatina?

Acredito que não. Antes de mim, houve o Ibrahim Eris, que tinha maior ligação com o mercado financeiro. Eu trabalhei no mercado financeiro, mas não era e nunca fui, banqueiro. Trabalhei em um banco de investimento no início da minha vida profissional, mas não saí de um banco para atuar no Banco Central, vim de um fundo de investimentos, o que considero bem diferente. Ainda hoje, às vezes, escrevem em matérias de jornais “banqueiro Arminio Fraga”. Mas é diferente. A vida de um banco é uma vida difícil, porque requer administrar muitos conflitos de interesse. Em um fundo de investimentos, em geral, isso não existe. Em um fundo de investimentos, os gestores têm seu dinheiro investido em conjunto com o dos clientes e, se for um fundo mais macro, não estará tão exposto a questões, vamos dizer, mais delicadas, sujeitas a informações privilegiadas.

O conflito de agência é menor.

Não há conflito de agência. Pode existir problema de informação. E, do lado macro, existe. Aparentemente, hoje, há casos acontecendo em maior ou menor escala, mas que estão sendo discutidos. Aconteceram em um passado não muito distante. Essa é uma questão relevante.

O presidente Fernando Henrique Cardoso é sempre criticado na mídia por ser neoliberal. Em 1999, não era um momento ruim para alguém

que havia trabalhado no mercado financeiro assumir a presidência do Banco Central?

Do ponto de vista da opinião pública, sim; mas, do ponto de vista prático, da gestão de uma crise, não. Acho que foi por isso que me convidaram. Todas as principais pessoas da área econômica do governo me conheciam bem. Eu tinha experiência tanto por ter trabalhado no Banco Central, com o Francisco Gros e outros, quanto pelo meu dia a dia como investidor. Na verdade, no fundo de investimentos, acompanhei e, em muitos casos, tive posições como investidor, em inúmeras crises. Trazia uma experiência que, talvez, tenha contribuído para que me escolhessem. Em parte, fui convidado por me conhecerem, mas acredito que confiaram em mim pessoalmente, além de profissionalmente. Se tivesse vindo de um banco ou se fosse sócio de um banco, e entrasse no Banco Central, que é o fiscal de todos os bancos, poderia ter sido complicado. Mas eu estava fora do Brasil, em um fundo de investimentos global, não tinha nenhuma bagagem que pudesse me prejudicar muito ou comprometer a credibilidade da atuação do Banco.

Revolving doors

Há uma questão que nos Estados Unidos é chamada de revolving doors practices, em referência a passagens de servidores do setor público ao setor privado e vice-versa, como se houvesse uma “porta giratória”. Gostaríamos de saber suas impressões sobre esse assunto. No dia a dia do Banco Central, surgem oportunidades assim?

Essa discussão tem um ponto, porque alguns vão para o governo e depois voltam para o mercado. Durante a sabatina, o senador Pedro Simon, que é um grande orador, me perguntou se voltaria para o mercado financeiro. Fez uma pergunta muito elaborada, muito interessante, sobre reputação ilibada. O senador Roberto [João Pereira] Freire também me fez uma pergunta na mesma linha. Ambos disseram que haviam pesquisado a meu respeito, que não haviam encontrado nada que me desabonasse, mas que, ainda assim, o quesito de reputação ilibada não estava atendido. Outros senadores também

falaram sobre essa questão. Então, Pedro Simon me disse que queria saber se eu poderia, ali, naquele momento, publicamente, jurar que nunca mais voltaria a trabalhar no mercado financeiro. Eu pensei: “Que saia justa!”. Porque, apesar de ter uma vida acadêmica também, minha vida profissional foi construída no mundo dos investimentos. Como voltou a ser, depois que deixei o Banco Central. Então, dei uma resposta evasiva, confesso. Fiquei um pouco desconcertado. Pensei: “Como vou dizer que não? Tenho apenas 41 anos!”. Seria demais. Realmente, acho que nunca fiz nada de errado no exercício do meu trabalho. Então, respondi ao senador que a última coisa que se passava na minha cabeça, naquele momento, era o que eu iria fazer depois. Ele abriu mão de sua tréplica, deu um sorriso e me liberou. Aceitou a minha resposta e ponto.

Quanto a oportunidades, ninguém nunca me procurou fazendo qualquer tipo de proposta ou insinuação. Nunca. Mas penso que depende da postura de cada um. Não era algo que visse ao meu redor. Certamente não nos quadros mais altos, tanto na diretoria quanto nas chefias de departamento, nunca percebi nada de errado, mas é possível. É preciso tomar cuidado. No Banco Central, por exemplo, houve um momento em que os servidores aposentados podiam entrar nas dependências do banco com seu crachá antigo. Nesse contexto, perdia-se o controle de quem ia para onde. Pode até parecer bobagem, porque as pessoas podem se encontrar fora do Banco, mas é uma questão de postura. Acabamos com a possibilidade de entrar e circular dentro do Banco Central com crachá de aposentado. Foi criada uma sala para eles, e quem quisesse marcar hora dentro do Banco, marcava. E, então, a decisão de receber ou não o colega aposentado era de cada servidor da ativa.

Em Brasília, eu não frequentava coquetéis, jantares ou coisas assim. Jantava todas as noites com meus colegas. Devo ter ido a uma meia dúzia de eventos em quatro anos, um evento em alguma embaixada ou coisas do tipo, mas raramente eu ia. Nunca recebi ninguém sozinho. Essa é outra prática importante. No Banco Central, as principais decisões são tomadas em comitês. Na área de fiscalização, por exemplo, todas as decisões são tomadas em comitês, e não são comitês de 2 ou 3 pessoas, são grupos que vão revisar os dados e

as informações. Tive casos de dirigentes de bancos, que estavam se sentindo maltratados ou injustiçados, que insistiam em ser recebidos. Eu os recebia com toda equipe e explicava o processo. Existe um protocolo desenhado para evitar situações constrangedoras. Poderia ser assim em toda a parte. No Banco Central, há funcionários de carreira que se aposentam, ou saem de licença, trabalham no mercado e, eventualmente, retornam. Alguma coisa nessa linha é quase inevitável. Muita gente faz, mas acredito que, dentro do Banco, existam defesas razoáveis para se evitar que essas pessoas possam ter espaço para tentar, de alguma maneira, corromper o funcionamento das coisas.

A quarentena, hoje, é de seis meses (Lei 12.813/2013). Em 180 dias, não se muda muito a direção do barco. Então, um diretor do Banco Central que saia e vá trabalhar no mercado financeiro vai levar informações a que teve acesso enquanto estava na diretoria do Banco?

Problemas podem existir, mas é preciso ver, também, o lado positivo da coisa. Fui diretor, trabalhei fora do país por seis anos. Não tinha nenhuma informação que fosse de alguma valia. Os candidatos a presidente do Banco Central mais mencionados recentemente – Ilan Goldfajn e Mário [Magalhães Carvalho] Mesquita – também já saíram há muito tempo.³² O que eles trazem como bagagem e que é precioso é a capacidade de trabalhar de maneira produtiva, de sair jogando em um ambiente complexo, que é a burocracia. Para mim, foi precioso. Quando voltei ao banco, tinha um razoável conhecimento sobre como trabalhar com a máquina. O meu caso foi uma emergência. Eu considero que a situação, hoje, na área monetária, no Banco Central, não é tão grave, nem de perto. Mas a quarentena ajuda. Quando saí do Banco pela primeira vez, fazia parte da equipe que renegociou a dívida externa que era comandada pelo Pedro Malan, era seu braço direito. Ainda assim, quando fui para o Soros, me autoimpus uma quarentena de um ano para comprar ou vender títulos da dívida renegociada.

32 Quando essa entrevista foi realizada (9 de maio de 2016), o presidente do Banco Central na sequência de Alexandre Tombini ainda não havia sido indicado, e Ilan Goldfajn e Mário Mesquita eram mencionados na imprensa.

Isso foi perguntado na sua sabatina?

Não, não foi perguntado. Eu teria respondido se tivessem se referido a isso.

Para o senhor, o tempo adotado para a quarentena é adequado? O senhor mudaria alguma coisa em relação a isso? Existe algum banco central em algum país que tenha regras melhores?

Acho que é adequado. Mas também acho que, se o Ilan ou o Mário assumirem a presidência, e eles podem fazer isso, se surgir algum assunto mais complicado relacionado aos bancos nos quais trabalharam, deveriam declarar-se impedidos. Tenho certeza de que eles farão isso. É trivial. E vão vender as ações que possuem, acho que é obrigatório também. Se tivesse ido para o governo em 2015, na eventualidade de Aécio ter sido eleito, eu teria, obviamente, vendido minha participação na Gávea Investimentos. É o que é possível fazer. Acredito que seria empobrecer demais a gestão de um banco central não ter pessoas com esse tipo de experiência.

Crises e reformas

Em 2001, no segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso, houve uma grave crise energética. Qual foi sua percepção sobre aquele momento, sobre as causas da crise e seu impacto na economia?

Tendo como base a probabilidade de chuva, essa era uma preocupação que tínhamos, mas, infelizmente, os responsáveis pela área afirmaram, em diversas ocasiões, que não havia problemas. Fui procurado, não muito tempo antes, por um grupo do setor de energia elétrica que fez uma apresentação sobre a situação do setor que já era bastante ruim. Lembro-me bem disso. Foi no Rio, em uma sexta-feira. Voltei a Brasília com aquelas informações, mas já era tarde.

Quando houve o anúncio da crise energética foi muito traumático. Tivemos que atuar em diversas frentes ao mesmo tempo. Primeiro era preciso desenhar o racionamento e analisar seus impactos. O presidente Fernando Henrique deslocou uma superestrela da equipe,

o chefe da Casa Civil, Pedro Parente, para a linha de frente da crise – deixando claro o grau de importância do problema para o governo. Foi um gesto ousado, mas necessário naquele momento. Pedro formou uma equipe e começou a planejar a proposta. Nós, no Banco Central, na área econômica em geral, tentávamos estimar o impacto sobre a atividade econômica e sobre a inflação, porque os preços subiriam. A equipe criou – não me recordo, agora, de quem foi a ideia – a política de preços diferenciados para quem conseguisse economizar energia. Essa política foi utilizada, na época, com muito sucesso. Quem economizasse 10% da energia que consumia, permaneceria com a mesma tarifa; quem não conseguisse economizar, pagaria uma multa pesada. Isso criava um incentivo econômico. Administrou-se a crise.

Nesse mesmo período, houve a crise da Argentina, que quebrou. Também nesse ano, houve a bolha da internet que gerou uma crise na Nasdaq [mercado de ações norte-americano]. E, claro, o 11 de setembro. Tudo ao mesmo tempo. Foi um período complicadíssimo, com pressões inflacionárias vindas do preço de energia e do câmbio. Com o fim da bolha da internet e da crise na Argentina, o real se depreciou muito. Deu certo trabalho. Mas das três grandes crises que vivi no Banco Central – a crise da chegada, a de 2001 e a da sucessão – essa foi, com certeza, a menos difícil.

O ano de 2001 foi, contudo, turbulento para o presidente do ponto de vista político. O apagão teve impactos para ele?

Teve sim. Tínhamos uma agenda de reformas bastante ambiciosa, que vinha sendo cumprida. De repente, deixou de ser prioridade. A economia vinha de um período de seis trimestres com crescimento em torno de 4% ao ano. O desempenho estava muito bom, até que o apagão apareceu e teve um impacto recessivo. Complicou expressivamente nossa trajetória. Naquele momento, tínhamos cumprido tudo o que o programa do FMI exigia, tínhamos devolvido o dinheiro de operações anteriores e gozávamos de muita credibilidade junto ao Fundo.

Quando teve início a crise da sucessão presidencial de 2002, eu estava exatamente em Washington, no FMI, a pedido deles, presidindo uma comissão de avaliação do maior departamento do FMI naquele

momento: o Departamento de Assuntos Monetários e Cambiais. Era um departamento enorme. No meio de uma das reuniões, recebi um telefonema do Pedro Malan avisando sobre a crise e a situação. Discutimos o assunto e achamos melhor sacarmos a linha, o que ajudou a suavizar o ajuste.

Olhando em retrospecto, essa crise de 2002 foi muito mais externa, enquanto as outras duas anteriores – a de 1999 e a do apagão – foram de natureza interna. A crise de 1999, foi cambial/fiscal, resolvida com uma resposta de livro-texto. A segunda foi uma crise exótica, que foi bem resolvida e muito elogiada por acadêmicos de renome, como o Joe [Joseph] Stiglitz, que gostaram muito da solução micro que demos. O modelo de preços para o setor de energia minimizou o impacto econômico da crise. A última, a resultante da sucessão, foi uma crise mais de natureza política. Nossa resposta a ela também foi, de certa maneira, inovadora, porque focamos no que era possível resolver. Claro que fizemos ajustes na taxa de juros, mas a resposta principal foi política. Fez-se um diagnóstico de que havia um problema político, em função do que se esperava de um governo do PT, e a resposta também foi política, que deu certo em parte, porque o presidente Lula entrou em campo, dissipando as dúvidas em relação ao que pretendia fazer. Culpa dele, mas mérito dele também.

O senhor mencionou que o governo tinha uma agenda de reformas ambiciosas. Pode citar algumas dessas reformas que estavam na agenda, mas que, com a crise de 2001, não foram implementadas?

Uma das propostas era, certamente, voltar ao tema da reforma da Previdência. Também tentamos fazer uma reforma do Sistema Financeiro de Habitação (SFH)³³ – desenhada por Sergio Darcy e equipe – que teria sido revolucionária, mas que, devido às incertezas do período e um forte *lobby* do setor financeiro, não avançou. Também estava na agenda fazer uma reforma tributária e temas da área financeira em geral.

Na área fiscal, o maior impacto é o da Previdência, mas, naquele momento, não havia a emergência que existe hoje. O *superavit*

33 O SFH foi criado pela Lei 4.380, de 21 de agosto de 1964.

primário era maior do que 3% do PIB desde 1999. Evoluía bem. Não havia um problema de dinâmica da dívida relevante, não era como hoje.

O senhor participou das discussões da Lei de Responsabilidade Fiscal³⁴ em 2000?

Quando cheguei, em 1999, essa discussão já existia. Havia diversas versões que continham a maior parte do que foi aprovado. Engajei-me nessas discussões, tendo em vista o que compete a um Banco Central fazer. A parte que cabia ao Banco, essa sim, revisei com bastante cuidado.

Há um tema bastante em voga agora, que já era discutido naquela época: se o Banco Central poderia ou não captar recursos, oferecendo depósitos remunerados. Na época, fui contrário, e essa foi a posição que prevaleceu. Logo no início de 1999, tivemos que tomar uma decisão importante a respeito de um bônus externo que ia vencer e foi um embate com o então governador de Minas Gerais, Itamar [Augusto Cautiero] Franco. Ele queria ajuda e ameaçava entrar em moratória. Conversamos internamente e decidimos agir como se a Lei de Responsabilidade Fiscal estivesse em vigor. Esse assunto foi discutido explicitamente na Câmara de Política Econômica – composta pelos ministros do Planejamento e da Fazenda, o presidente do Banco Central e alguns outros membros da equipe econômica – sem prejuízo de se negociar com governador, que acabou não decretando moratória. Nossa postura era deixar claro que, se o governador quisesse decretar moratória, não tomaríamos nenhuma atitude, porque tínhamos que deixar claro que os estados eram responsáveis por si próprios. Essa questão está em voga outra vez. Alguns estados não estão pagando o serviço das suas dívidas, e o ambiente, hoje, passou a ser de muito temor de que haja um retrocesso em relação à conclusão da reestruturação das dívidas dos estados depois da privatização dos bancos estaduais.

34 A Lei Complementar 101, de 4 de maio de 2000, que estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal, é conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal.

Quando a Lei de Responsabilidade Fiscal foi aprovada, foi percebida pela equipe econômica, como um divisor de águas?

Sim, com certeza. Também tínhamos outros projetos, como a Lei de Falências e a Lei do Banco Central, que propunha a autonomia operacional do Banco. Tínhamos minutas de projetos para essas propostas.

A Lei de Falências foi aprovada no começo do governo Lula.

Foi. Deixamos essa minuta pronta. Ela continha uma questão que não havíamos conseguido resolver com o Ministério da Fazenda: a sucessão tributária. Era fundamental que a Receita Federal fosse um credor privilegiado, mas era preciso deixar claro na lei que a prioridade acabava no momento em que ocorresse um leilão ou algo equivalente. A Receita Federal receberia o máximo que o negócio pudesse comportar, mas não sobraria um crédito contra o novo dono do negócio.

Só para entendermos melhor. Por que é importante haver uma Lei de Falências? Para que os empreendimentos que ainda são viáveis, se a dívida puder ser negociada, possam continuar a funcionar. Assim, é realizada uma reestruturação do balanço sem que as atividades do empreendimento sejam interrompidas, minimizando-se, assim, as perdas, inclusive de emprego. Se, por alguma razão, o negócio acumulou muitas dívidas, mas ainda assim é viável, a Lei de Falências pode ser aplicada para ajudar. A Lei cria mecanismos para que a reestruturação de dívidas possa acontecer – às vezes com concessão de maior prazo, às vezes oferecendo um desconto – e para que as empresas voltem a operar ou nem parem de funcionar. É uma forma de minimizar os custos de falência. É com esse objetivo que são elaboradas as leis de falências.

Então, era fundamental que a Receita Federal recebesse até 100% do valor do negócio, mas não 120% porque, se isso ocorresse, ninguém compraria uma empresa para pagar mais do que ela vale. Isso seria um fator de incerteza muito grande, especialmente em se tratando de um empreendimento que passa por dificuldades financeiras. Na maioria dos casos, a empresa tem maior valor se estiver em funcionamento do que morta.

O Ministério da Fazenda, já na administração [Antônio] Palocci [Filho], na área específica do Marcos [de Barros] Lisboa, fez esse ajuste e a lei foi aprovada. Foi uma reforma importante. Provavelmente, terá que ser revista em algum momento, o que é normal. Depois que uma lei dessa natureza é elaborada, é preciso observar como funciona na prática, como os juízes tratam as questões que surgem e se, de fato, a lei está cumprindo seu papel.

Muitos temas apontados hoje já são discutidos faz 25 anos. A maioria desses assuntos já fazia parte do programa do ministro Marcílio Marques Moreira.

Deve ser frustrante observar o retrocesso e ainda hoje ter que pensar na questão das dívidas dos estados, pensar em questões básicas de deficit fiscal que pensávamos estivessem resolvidas com a Lei de Responsabilidade Fiscal.

Sim. A Lei deveria ter blindado esse comportamento. Recentemente, até provoquei Mansueto [Facundo de] Almeida [Jr.], sugerindo que ele procurasse outros especialistas, no que diz respeito, justamente, a esse tema. A pergunta que se coloca é: como foi possível, em plena vigência da Lei de Responsabilidade Fiscal e da Lei de Diretrizes Orçamentárias, ocorrer uma deterioração fiscal tão grande? Uma parte pode ser explicada pela recessão, mas, claramente, foi muito mais do que a recessão. Não tenho uma resposta para essa pergunta, mas gostaria de ter e estou cobrando isso dos especialistas porque, se existem brechas na lei, precisam ser corrigidas.

Gustavo Franco mencionou, na entrevista que concedeu a esse projeto, que, no primeiro mandato de Fernando Henrique Cardoso, a política econômica estava voltada para a estabilização. E que, no segundo, ele sentia que o presidente desejava voltar-se mais ao crescimento econômico e não apenas à estabilidade. O presidente Fernando Henrique chegou a comentar isso com a equipe econômica em algum momento?

Não. Existia um grupo dentro do governo que tinha essa visão, eram os chamados desenvolvimentistas, que criticavam a condução das políticas fiscal e cambial do governo. Ocorre que, com a saída do Gustavo, do Chico e, especialmente, com a minha chegada e a permanência de Pedro Malan, essa questão foi superada. Essa

ideia de que existem dois modelos, um desenvolvimentista e um outro, também é falsa. É uma estratégia de retórica. Não haverá desenvolvimento algum se a macroeconomia não estiver em ordem, se houver crise financeira e outros problemas.

No primeiro mandato, é verdade que foi feita a estabilização, brilhantemente, com disciplina monetária, mas com pouca disciplina fiscal. Por isso, o modelo ficou, de fato, meio torto e várias pessoas criticavam. Gustavo sabia disso. Nas discussões internas, dizem que ele reclamava da situação fiscal. E ele estava certo, estava fazendo o papel dele, mas não sei exatamente qual era a posição dele quanto à evolução do sistema monetário. Quando cheguei, ele ainda estava muito sentido com tudo o que havia acontecido, mas fez uma transição espetacular comigo. Na época, ficamos três dias conversando, ele preparou um roteiro absolutamente completo. A transição ocorreu bem mais com ele do que com o Chico, que ficou pouco tempo respondendo pela presidência. O Gustavo, sempre muito metódico e profundo, me passou um mundo de assuntos: problemas, oportunidades, projetos, armadilhas, tudo. Quando saí, fiz a mesma coisa com o [Henrique de Campos] Meirelles, já entendendo quão precioso foi ter recebido esse presente do Gustavo.

O governo aprovou a Lei de Responsabilidade Fiscal, que é um marco, um divisor de águas. Fizemos grandes privatizações, grandes reformas na gestão dos bancos públicos, especialmente do Banco do Brasil. Fizemos inspeções no BNDES, o que nunca havia ocorrido.

A reforma no Banco do Brasil foi de gestão. Começou quando [Paulo César] Ximenes era o presidente, mas continuou conosco, com o Amaury Bier na presidência do Conselho do Banco do Brasil.

Abrimos a caixa preta do próprio Banco Central, como era dito à época. Havia várias liquidações bancárias ainda sob a responsabilidade do Banco. Era opinião geral que existiam prejuízos enormes, equivalentes a vários pontos do PIB. Divulgamos as informações com detalhes. Eram as heranças do Proer, custaram um ponto do PIB, uma fração do que se imaginava. Foi realizado o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade

Bancária (Proes),³⁵ junto aos bancos estaduais; e o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras (Proef),³⁶ junto aos bancos federais. Não houve, portanto, essa mudança em uma direção pseudodesenvolvimentista.

Até porque qualquer um que sinalizasse algo nesse sentido perdia o embate com Malan.

Perdia, é verdade. O curioso é que houve crescimento, mesmo com as crises. O país iniciou uma trajetória que não se via há muito. Enquanto perdurou o *boom* das *commodities* e houve o *boom* de crédito do governo Lula, o crescimento continuou; com o modelo começando a fraquejar no segundo mandato de Lula, ao final da bolha das *commodities* em 2010, mas que foi um ano de recuperação no Brasil. Os dados mostram a redução do PIB em 2009 e a elevação em 2010. Na média anual, o crescimento situou-se em torno de 3,5%. Os 7% de crescimento em 2010, tão intensamente divulgados, incluíam uma forte componente cíclica.

Outros países emergentes cresceram a taxas bem maiores, no mesmo período, e continuaram a avançar depois. O governo utilizou a desculpa de que o setor externo foi o responsável pela reversão da trajetória, quando sabemos que não é verdade. Lembrem que, em 1999, era consenso que o PIB se contrairia 4%, mas o resultado foi crescimento de 0,3%, no segundo semestre do ano a taxa anualizada já estava em cerca de 4%. Era claro para nós a importância de se aprimorar o modelo de regulação para desenvolver a infraestrutura, modelo esse

35 O Proes, iniciado pela MP 1.514, de 7 de agosto de 1996 e regulado pela Medida Provisória 2.192-70, de 24 de agosto de 2001, criava condições para a redução da presença do setor público estadual na atividade financeira bancária, mediante transformação e/ou privatização dos bancos oficiais. Ver: BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Finanças públicas*: sumário dos planos brasileiros de estabilização e glossário de instrumentos e normas relacionadas à política econômico-financeira. Departamento Econômico, 6ª edição revisada, junho/2008, p. 45.

36 O Proef foi regulado pela MP 2.196-3, de 24 de agosto de 2001, e tinha objetivo de promover ampla reestruturação dos bancos federais – Banco do Brasil S.A., Banco do Nordeste S.A., Banco da Amazônia S.A. e Caixa Econômica Federal (CEF), visando maior transparência nas suas contas. Isso implica que muitas das operações realizadas por essas instituições passariam a ser explicitadas no Orçamento da União. Ver: BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Finanças públicas*: sumário dos planos brasileiros de estabilização e glossário de instrumentos e normas relacionadas à política econômico-financeira. Departamento Econômico, 6ª edição revisada, junho/2008, p. 42.

que foi muito prejudicado pelas administrações subsequentes do governo federal. Tínhamos a percepção de que o papel do BNDES seria complementar ao do setor privado, atuando nas questões em que o setor privado não podia atuar como gerar externalidades, promover investimentos em bens públicos, em infraestrutura, enfim, temas clássicos. Isso funcionou bem também. Entregamos ao governo Lula uma economia arrumada, apesar da tensão da crise da sucessão em 2002 e da crise energética do ano anterior.

Gostaria de lhe fazer uma pergunta clássica: onde o senhor estava no dia 11 de setembro de 2001?

Estava em Princeton. Fui acompanhar minha filha que iniciava seu primeiro ano na universidade da cidade onde nasceu. Estávamos em um hotel quando recebi um telefonema da minha irmã: “Você está com a televisão ligada? Então liga”. Liguei a tempo de ver, ao vivo, o avião se chocar contra a segunda torre. Fiquei preso na cidade por três dias.

Deixei de comparecer a uma das reuniões do BIS, em Basileia, mas um dos diretores me representou. Eram oito reuniões por ano, das quais comparecia a seis, como já mencionei. Era muito desgastante fazer todas aquelas viagens. O Alan Greenspan, *chairman* do Fed na ocasião, estava em Basileia e demorou um tempo para conseguir voltar para os Estados Unidos. Isso teve muito destaque na imprensa. Se ele, que tinha à sua disposição um avião da Força Aérea Americana, demorou para voltar, imagine eu. Fiquei esperando até que o aeroporto reabrisse para poder voltar.

Qual foi o impacto do atentado para o Brasil?

Não foi muito grande. Nos Estados Unidos, Greenspan, imediatamente, colocou à disposição linhas de liquidez amplas e, com isso, a situação se acalmou relativamente rápido. O mercado já vinha meio tenso, mas não houve maiores consequências.

A bolha da internet (crise “.com”) foi mais significativa nesse sentido?

A bolha da internet foi sim. Já outro evento que ao final não foi um problema foi o famoso *bug* do milênio. O Banco Central fez um enorme trabalho de preparação e correu tudo bem. Não aconteceu praticamente nada nem aqui, nem em lugar nenhum. Praticamente nada.

Capítulo 9

A Crise de 2002

Durante a campanha para a presidência em 2002, o candidato Lula divulgou a Carta ao Povo Brasileiro, na qual, entre outros indicativos de um governo mais moderado, afirmou que a premissa da transição seria “o respeito aos contratos e obrigações do país” e que “a estabilidade, o controle das contas públicas e da inflação são hoje um patrimônio de todos os brasileiros”.³⁷ Como o senhor avaliou essa mudança no discurso de Lula sob a perspectiva do Banco Central?

Com muito alívio. Vale a pena recuperar o que aconteceu, na sequência, naquele ano. No início da campanha eleitoral, Roseana [Macieira] Sarney estava na liderança. Então, houve o episódio com seu marido, o dinheiro sobre a mesa, Polícia Federal, fotos. A candidatura dela entrou em colapso, e ficamos com a esperança de que o [José] Serra fosse ocupar aquele espaço, que era mais à direita do que o PSDB, mas isso não aconteceu. Quando ficou claro, por meio das pesquisas, que não houve migração de votos da Roseana para o Serra, a situação começou a ficar tensa no mercado. Em algum momento, pareceu que o Ciro [Ferreira] Gomes venceria, o que também assustou o mercado. Nós no Banco Central estávamos com o dedo no pulso do paciente, sentindo a tensão crescer. Em junho, o PT fez a *Carta ao Povo Brasileiro* que alguns de nós tivemos a chance de ler antes de ser divulgada. E nada aconteceu. Fala-se hoje da Carta como se tivesse sido um divisor de águas, mas, na visão do mercado, não foi. Para nós, houve uma sequência de acontecimentos: Serra não decolou, a Carta não teve efeito. Então, começamos a ficar muito tensos. A situação ficava cada vez mais difícil.

Nós, do governo, juntos, tomamos a decisão de tratar o problema, que claramente passou a ser político, com uma resposta também

³⁷ *Carta ao Povo Brasileiro*, 22 de junho de 2002, em <http://www1.folha.uol.com.br/folha/brasil/ult96u33908.shtml>.

política. Foram marcadas conversas do presidente com os principais candidatos para selar um grande acordo para manter um certo padrão na gestão das contas públicas, da inflação e assim por diante.

Nossa estratégia era abordar as questões de forma direta. Estávamos tendo dificuldade em negociar a dívida pública, o que foi se agravando ao longo do ano. Lembro-me de discutir a situação na Câmara de Política Econômica. O prazo da dívida foi se encurtando. Os papéis de prazos curtos estavam sendo comprados, mas ninguém queria algo que vencesse em 2003, todos queriam receber o dinheiro antes, e a Carta não ajudou tanto. Pouco depois da divulgação da Carta pelo PT, evoluímos na direção de tentar engajar os próprios candidatos.

Recebi a missão de realizar conversas preliminares, algumas secretas, com os candidatos ou suas equipes com o objetivo de mostrar o que, de fato, estava acontecendo, quais eram os números da dívida, do *deficit*, para convencê-los de que o que estava ocorrendo era uma crise de confiança, que poderia ser debelada de maneira tranquila porque o quadro geral da economia não era tão ruim. O [Anthony William Matheus de Oliveira] Garotinho se recusou a me receber. O Lula enviou o [Aloizio] Mercadante [Oliva], que foi ao Banco Central conversar comigo. Naquele momento, considerava-se que o Mercadante seria o ministro da Fazenda caso Lula vencesse a eleição. Com Ciro Gomes, marcamos no Rio, na minha casa, com o testemunho da esposa dele e da minha. Foi uma ótima conversa. A primeira foi com o Serra e foi secreta mesmo, porque ele não queria dar publicidade. Ele me recebeu às 23h no apartamento dele em Brasília. Quando algumas pessoas do PSDB começaram a ouvir sobre as outras reuniões, reclamaram publicamente que o governo estava conversando com todo mundo, mas não com o PSDB. Isso porque o Serra não tinha contado para ninguém. Depois se acalmaram.

Apesar de todas essas conversas, a situação continuou bem difícil. O governo, já no início do segundo semestre, não conseguia se financiar com títulos de prazo superior ao início do ano seguinte. Então, o prazo da dívida começou a encolher, o que é uma reação comum nesses momentos. Os investidores sempre querem ao menos ter a ilusão de que estão protegidos. Talvez considerando, cada um deles individualmente, que sairia antes dos demais.

Então, em agosto, houve as reuniões do presidente com os principais candidatos. Nesse momento, o mercado já vinha enlouquecendo. Como eu havia feito as reuniões prévias com os candidatos e a reação de todos os que me receberam foi boa, o presidente chamou-me também para as reuniões. Os candidatos já haviam, privadamente, sugerido ou indicado que aceitariam assumir um compromisso com a inflação baixa, com estabilidade fiscal etc. Do lado do governo, os dois primeiros escalados foram Pedro Malan e [Euclides Girolamo] Scalco, um político muito experiente, responsável pela coordenação política do Planalto. Eu me juntei a eles. Na reunião com o PT, do outro lado estavam confirmados Lula, [José] Dirceu [de Oliveira e Silva] e Mercadante, mas incluíram Palocci e, por isso, também fui chamado. Assim, a reunião teria quatro participantes de cada lado, e não três.

Nessa reunião, o Palocci me chamou em um canto e pediu para conversar. Que eu saiba, fui o primeiro dentre nós a tratar com ele. O encontro aconteceu no Rio. A reunião com o presidente e o, então candidato, Lula foi em uma quinta-feira, em Brasília, se não me engano, e eu tinha que voltar ao Rio em seguida porque tinha uma agenda cheia na cidade. Encontrei-me com Palocci já tarde, por volta das 19h, no Hotel Glória. E foi um alívio extraordinário. Palocci deixou muito claro que deveríamos ficar tranquilos. Disse: “Nada disso que está sendo dito por aí, nada do que está escrito no programa do partido vai acontecer. Fique tranquilo. Não somos loucos, nem suicidas”. Palocci foi para nós, que estávamos saindo do governo, muito importante. Ele nos deu a certeza de que assumiriam o compromisso com o controle da inflação e com a estabilidade fiscal. Dormi uma noite tranquila. Liguei para o Pedro Malan no sábado de manhã e disse: “Pedro, agora vai. Agora vai”.

Eu dizia isso para as pessoas, com base no que o presidente Fernando Henrique me dizia sobre o Lula. Ele não era um revolucionário, era um líder sindical. Queria chegar à presidência para defender os interesses dos trabalhadores, mas não era doido. Não iria fazer nenhuma loucura. Mas ninguém acreditava.

O senhor leu a Carta ao Povo Brasileiro, do PT, antes de ser publicada. Houve participação do governo FHC na elaboração desse documento? Como foi isso?

Pediram para lermos e fazermos comentários sobre o conteúdo e a possível repercussão. A Carta chegou a mim via Ministério da Fazenda e não sei ao certo quem disponibilizou para a Fazenda. A carta foi inteiramente redigida pela equipe do PT, só fizemos comentários e sugestões. Algumas podem até ter sido aceitas, o que não fere a autoria. Acho, principalmente, que mostrou uma posição aberta, construtiva, em um momento em que ainda eram candidatos, que não haviam sido eleitos. Foi um sinal positivo por si só.

Havia algum ponto específico que chamou sua atenção?

Três pontos se destacavam e foram mantidos nas conversas com os candidatos. Tratava-se do compromisso, que concordaram em assumir publicamente, de respeitar contratos, de respeitar a disciplina fiscal e as metas de inflação. Com base nisso, inclusive, conseguimos a linha de crédito no FMI sem qualquer condicionalidade adicional.

No final da campanha, Lula estava praticamente eleito.

Sim. E, então, ele mudou o discurso. Três meses após a divulgação da Carta, a situação se acalmou. E foi o discurso dele que provocou a mudança.

Acabei conversando com o Lula duas vezes depois dele já eleito. Foram excelentes as conversas, e ficou claríssimo que ele não tinha nenhum desejo de cometer suicídio econômico. Na época, eu falava muito com a imprensa e com pessoas, tanto do Brasil quanto de fora, tentando deixar claro que a nossa avaliação sobre o governo que estava assumindo era de que fariam um bom trabalho. Mas ninguém acreditava, para falar a verdade. Porque, no fundo, tinham que ouvir isso do Lula e não de nós.

Havia um certo receio de que alguém, vamos dizer, da ala mais radical do PT, ou se não “mais radical”, da “menos ortodoxa”, como historicamente foi o Mercadante, fosse assumir. O Mercadante era,

de fato, a pessoa de maior destaque e foi a pessoa que o Lula designou para vir conversar comigo nessa reunião preparatória da reunião que depois cada candidato teve com o Fernando Henrique. Acreditava-se que com Mercadante o país estaria correndo o risco de controles, congelamentos etc. Havia esse receio. O que posteriormente foi controlado.

Em determinado momento, o Palocci passou a ser formalmente o responsável pela área econômica e, quando ficou claro que ele estava conduzindo a transição e, portanto, havia a possibilidade de ele assumir uma posição de destaque, as coisas acalmaram de vez. Para a maioria das pessoas, o Palocci era pouco conhecido ou até mesmo desconhecido, mas ele já tinha uma bagagem do trabalho junto à prefeitura de Ribeirão Preto, onde se mostrou uma pessoa capaz, inclusive, de lidar com o setor privado. Ele era pragmático ao lidar com questões econômicas, chegando a privatizar algumas coisas por lá. Fomos juntando aos poucos pedaços da história dele, mas, sobretudo, conversando com ele. A chegada do Palocci foi muito importante e, de fato, nos deu a certeza de que as coisas continuariam avançando.

Eleito, Lula assume com o Palocci ao seu lado e mantém a estabilidade. Fez um ajuste fiscal modesto, porque não era preciso fazer grandes ajustes. Ele também levou Henrique Meirelles para o Banco Central. Enfim, manteve as grandes linhas da política.

Nosso orçamento, como se sabe, piora vegetativamente. Então, fizeram o suficiente para compensar essa deterioração e gerar um *superavit* primário um pouco maior do que o que herdaram. Relativamente ao PIB, aumentaram 0,1% apenas, mas eles são bons de discurso, falavam em “grande ajuste”. Grande ajuste foi o que o Malan e o Amaury Bier fizeram de 1998 para 1999. Esse, sim, foi um ajuste enorme, quatro pontos percentuais de PIB, mais ou menos. O ajuste que o PT fez foi importante também, não quero diminuir, só não foi da dimensão que alardearam. Certamente foi bem melhor do que a deterioração que se imaginava!

Nesse meio tempo, havíamos negociado com o FMI um apoio para uma linha de crédito de US\$30 bilhões [DES 34,9 milhões] que, naquela época, era muito dinheiro, considerando a magnitude das

reservas. Haveria um desembolso de 20% ainda no governo Fernando Henrique e os 80% restantes, divididos em quatro parcelas, seriam desembolsados logo após as eleições, ou seja, já dentro do mandato seguinte. Negociamos isso sem condicionalidade nova, baseados apenas no compromisso de manutenção das políticas já existentes.

O governo Lula chegou a usar essa linha de crédito?

Sim. Usou e pagou rapidamente.

Poderia falar um pouco mais sobre as consequências dessa incerteza no ano eleitoral de 2002.

A perspectiva de o PT assumir o poder até o momento em que o Lula começou a se posicionar, gerou muito medo. Era quase como se isso, por si só, representasse um cenário de crise, sem nenhum fator adicional. Essa situação já seria suficiente para uma crise. Era quase um cenário de perda total. Qualquer empresa que estivesse pensando em investir observava, fazia as contas e concluía que havia 10% de chance de o Brasil ficar muito bem; 20%, de ficar mais ou menos; e 70%, de ser um completo desastre. O investimento não acontecia, o cenário era paralisante. Foi assim. Foi paralisante, mas, depois, deixou de ser.

Quando teve início o governo Lula, houve bom senso e coragem de abandonar o programa de governo do PT. Foi o que Lula fez. Ele se cercou de pessoas competentes. Sou suspeito para falar, porque, essencialmente, foram as pessoas que sugerimos a Palocci como Marcos Lisboa e Joaquim Levy.

Interessante que, nas mãos de Palocci, houve continuidade de certo modelo de desenvolvimento. Depois, o modelo foi abandonado, mas montaram uma equipe com pessoas com histórico muito bom, com uma visão de política progressista e que deu certo.

*O escândalo do Mensalão eclodiu em 2005, quando o senhor já estava fora do governo, mas qual é a sua percepção dessa crise política?*³⁸

38 O Mensalão foi um escândalo de corrupção política mediante compra de votos de parlamentares no Congresso Nacional, que ocorreu entre 2005 e 2006.

O Mensalão foi surpreendente, porque ficou claro que existia um sistema organizado de financiamento de poder realizado com dinheiro ilegal. Com certeza houve consequências para a economia, mas houve, sobretudo, um forte impacto político. Principalmente por ter levado à prisão o chefe da Casa Civil, e virtual primeiro-ministro, José Dirceu. Houve também a cassação e prisão de José Genuíno, presidente do PT, e do ex-presidente da Câmara e líder do partido, João Paulo Cunha. Eram pessoas de grande peso político. E houve a extraordinária confissão pública do Duda [José Eduardo Cavalcanti] Mendonça, que recebera pagamentos não declarados.

Em 2006, houve também o escândalo envolvendo o ministro Palocci.

Na verdade, quando o escândalo envolvendo Palocci veio a público, Dilma [Vana Rousseff] já era ministra-chefe da Casa Civil e já havia criticado muito o modelo econômico que vinha sendo implementado. Ela declarou publicamente que considerava rudimentar a proposta do Palocci e do ministro do Planejamento Paulo Bernardo [Silva], que propunha equilíbrio a longo prazo das contas públicas e, certamente, envolveria a questão da Previdência; e enterrou a proposta. Depois, Palocci saiu devido ao episódio da quebra do sigilo das contas bancárias do caseiro. De qualquer modo, ele já vinha sendo ameaçado, há algum tempo, por uma corrente do PT que queria um retorno às suas raízes, que dizia que o partido precisou fazer o que tinha que fazer, mas que aquele não era o melhor modelo, que o modelo necessário era outro.

O momento econômico mundial era propício às reformas que seriam propostas?

Sim, o cenário mundial era espetacular. A grande tragédia foi o mensalão. Foi importante para o Brasil, para a democracia brasileira, que toda a situação exposta tenha sido processada pelas instituições, obtendo os resultados que conhecemos, com a prisão e cassação de pessoas importantes. Tudo aquilo parecia um marco, um divisor de águas. E não imaginávamos que algo ainda maior estivesse sendo planejado e executado àquela altura.

Capítulo 10

Contexto Atual

Acompanhando os impactos da Operação Lava Jato³⁹ hoje e comparando com os do Mensalão, em 2005, podemos afirmar que, do ponto de vista do mercado, dos investidores estrangeiros, houve uma piora significativa da imagem do país?

Para mim, o que a Operação Lava Jato tem mostrado foi uma grande surpresa tendo em vista as consequências do Mensalão. Considerei que o Mensalão havia sido uma lição, e que o PT fosse ter a humildade e o bom senso de voltar às suas raízes, que sempre foram percebidas como limpas, pelo menos por mim. Havia as questões sindicais, mas era outro mundo.

Corrupção é um problema para a sociedade brasileira, antigo e difícil, mas que foi elevado a um patamar inimaginável. Principalmente nessa segunda rodada de investigações que chegaram à Petrobras e, aparentemente, há ainda o setor elétrico, o BNDES. Vamos ver o que o Poder Judiciário decide em relação a todas essas investigações. Tornou-se muito amplo. Ao invés de o governo do PT combater o que já eram práticas não republicanas, como gostam de dizer, fez o oposto. Em minha opinião, esse quadro sugere que muito do que vemos hoje tem raízes econômicas e políticas comuns, estão baseadas em um desenho de Estado apropriado por interesses partidários e privados, com consequências desastrosas tanto para a economia, quanto para a política, para a cultura, em geral, no Brasil. O aspecto cultural (isto é, de costumes) é difícil de se corrigir, mas não perdi as esperanças. Pelo menos, tudo está sendo processado pela imprensa, pelo Judiciário,

39 A Operação Lava Jato é um conjunto de investigações lideradas pela Polícia Federal e pelo Ministério Público Federal, iniciada em março de 2014, com a apuração de redes operadas por doleiros. Possui várias fases e desdobramentos, visando à investigação de crimes de corrupção ativa e passiva, gestão fraudulenta, lavagem de dinheiro, organização criminosa etc. Atingiu grande número de autoridades públicas e grandes empresas.

com evidente iniciativa do Ministério Público e da Polícia Federal. Vamos torcer para que tudo isso represente uma página virada. Mas eu já pensava assim quando houve o *impeachment* do Collor, que foi um evento muito importante. O *impeachment* de um presidente não é brincadeira. Considerei que o escândalo dos Anões no Congresso havia sido didático. Pensei que, com o Mensalão, essas práticas teriam ficado para trás. Mas, depois do Mensalão, houve o Petrolão, o Eletrolão, e sabe-se lá o que mais está por vir. Nossa sociedade tem um problema muito sério que precisa ser resolvido. Hoje, considero que isso não é só uma questão de desenho do Estado, desenho dos incentivos. É uma questão maior, de natureza moral, cultural. Terá que ser abordada e não será um processo rápido.

Em relação ao processo de *impeachment* da presidente Dilma, acredito que vá conduzir o Brasil a um caminho melhor. Considero que o processo tem base legal, mas não sou advogado. O conjunto da obra, no entanto, é inequívoco. Em minha opinião, a decisão de basear o processo apenas em atos praticados no segundo mandato, desconsiderando aqueles praticados no exercício da função no mandato anterior, é estapafúrdia, mas imagino que tenham avaliado que existem provas suficientes levando-se em consideração apenas o segundo mandato. Mas, para a opinião pública, fica a ideia de que foram technicalidades e o que foi feito na Petrobras e em outras áreas no primeiro mandato vai para o esquecimento. Pode ser que isso gere ações criminais no futuro.

Capítulo 11

Política e Economia

Como o senhor observava e analisava a candidatura, e possível eleição, de Lula em 2002?

Naquele momento, eu tinha o benefício de conviver e conversar, com relativa frequência, com o presidente Fernando Henrique, que sempre nos disse que Lula era um líder sindical não revolucionário e que as ideias do partido foram evoluindo ao longo do tempo. E, mesmo levando-se em conta tudo o que, naquele momento, ainda constava do programa do partido, acreditava que Lula não o seguiria rigorosamente e que, portanto, não se justificava toda a ansiedade nos mercados, na economia em geral. Contudo, o fato é que ela existiu. Estudando detalhadamente o dia a dia daquele ano, isso fica claro.

Sobre o programa Bolsa Família e as políticas sociais de combate à pobreza, por que, quando o programa apresenta resultados positivos, o PSDB reivindica sua autoria?

Esse tipo de programa já vinha sendo testado durante o governo Fernando Henrique. Havia um projeto-piloto do Bolsa Escola em Brasília. Entre os economistas, houve um consenso relativamente rápido de que esses programas eram a melhor alternativa. É uma alternativa liberal, cuja vantagem não é apenas dar liberdade às pessoas para cuidarem de suas próprias vidas com essa ajuda básica, mas, sobretudo, por apresentar eficácia da entrega. Havia garantia de que aquele dinheiro não seria desviado, que chegaria à veia, ao alvo. E ainda tinha a condicionalidade de manter a criança na escola. Projetos semelhantes foram feitos, se não me engano, no México e no

Chile. Acho que o José Márcio Camargo teve um peso grande nessa história.⁴⁰ Mas não me lembro dos detalhes.

Discutia-se política social no Banco Central e no Ministério da Fazenda entre 2001 e 2002?

Discutia-se, mas não dentro do Banco Central, e sim nas reuniões do alto escalão. Desde o primeiro mandato, houve, no governo Fernando Henrique, uma grande guinada na direção de focar o Estado nas frentes em que realmente pode e precisa atuar, nas questões essenciais: saúde, educação e outros temas de natureza social, deixando a atividade econômica nas mãos da iniciativa privada. Apenas no que diz respeito à infraestrutura, que tem uma dimensão enorme na economia, o Estado participaria, mas com mecanismos de regulação e supervisão, não com investimentos e gestão do dia a dia. Essa guinada foi radical. Foi a maior delas, certamente. Esses programas específicos de combate à pobreza extrema, foram testados. Iniciados em Brasília, depois foram adotados pelo governo federal. Havia alguns que foram bem-sucedidos. O governo Lula, mantendo a equipe ou contando com a participação de pessoas que indicamos – entre elas, especificamente, o Marcos Lisboa – unificou-os, deu um novo nome e expandiu.

O programa-piloto começou na gestão Cristovam [Ricardo Cavalcanti] Buarque no Distrito Federal.

Pois é, em Brasília. Isso ainda durante o governo Fernando Henrique. Depois o governo federal abraçou a ideia. Mas não havia muita interação entre a equipe de política social e a equipe econômica, talvez um pouco mais com o Ministério da Fazenda. O Banco Central focava em algumas áreas específicas de alta relevância, como financiamento da habitação.

Outra ação interessante foi a criação dos correspondentes bancários que multiplicou por cinco o número de postos bancários no Brasil.

⁴⁰ Jose Márcio Camargo publicava e discutia o tema intensamente na esfera governamental e acadêmica. Cite-se o artigo “Os miseráveis”, no caderno Finanças – Opinião Econômica – da *Folha de S. Paulo* do dia 23 de março de 1993; e o artigo *Human capital investment and poverty*, com Heitor Vieira de Almeida Neto, Texto para Discussão n. 319, PUC-RJ.

Essa foi uma desregulamentação ferozmente combatida pelo PT. Tive o prazer de debater esse tema na Câmara dos Deputados. Lembro-me bem do deputado [Ricardo José Ribeiro] Berzoini, que tinha como base eleitoral o Sindicato dos Bancários de São Paulo, criticando veementemente a medida. Respondi que compreendia a preocupação dele e de sua base eleitoral, mas que não estávamos falando de alguns milhares de bancários, trabalhadores do sindicato, mas de dezenas de milhões de brasileiros que não tinham acesso ao sistema bancário e que, com a medida, possivelmente, passariam a ter. Não sabíamos que a iniciativa seria tão bem-sucedida quanto foi.

*Havia também o banco postal.*⁴¹

Banco postal, lotéricas. A criação dos correspondentes bancários permitiu que os bancos atuassem de uma forma mais simplificada e barata. O cliente pode, por exemplo, pagar contas, receber recursos. Há estudos sobre isso. Um texto acadêmico do Juliano [Junqueira] Assunção,⁴² da PUC, publicado em uma revista estrangeira, analisa com detalhes essa medida.

O Banco Central trabalha e, certamente, já trabalhava, na época, com a convicção de que a maior vítima da inflação era o pobre. Por isso, quando uma delegação do Movimento dos Sem Terra (MST) acampou na porta do Banco Central, convidei para subir para conversar. Estavam acampados com microfone, faixas etc. Pedi para alguém ir lá e perguntar se queriam conversar. Fiz questão de que a pessoa dissesse que seriam bem recebidos, informando que cabiam vinte pessoas na sala da Presidência. Subiram e tivemos uma conversa muito boa. Ficaram surpresos com o convite e não tinham muito o que dizer. Aproveitei a oportunidade para falar sobre o Banco Central, tentando explicar quais são as atribuições de um banco central. Fiz uma pequena apresentação improvisada, falando sobre

41 O Banco Postal (Serviço Financeiro Postal Especial) é a marca utilizada pela Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (ECT) para a atuação, por meio de sua rede de atendimento, como correspondente contratado de uma instituição financeira (http://www.gov.br/pre/bc_atende/port/correspondentes.asp).

42 ASSUNÇÃO, Juliano Junqueira. Elimination of entry barriers for the provision of banking services: evidence from “banking correspondents” in Brazil. *Journal of Banking & Finance*, V.37, n. 8, pp. 2806-2811, 2013.

dinheiro, de como, na época da inflação alta, o dinheiro derretia no bolso das pessoas como gelo. Sobre como, com inflação alta, é preciso sair correndo para comprar e sobre como as pessoas mais ricas têm condições de se defender disso, deixando seu dinheiro aplicado de maneira mais eficiente e, por isso, sendo menos afetadas pelo imposto inflacionário. Eles foram embora, acampar em outro lugar. Considerei que foi uma atitude simpática. Disse que não existia um banco central que trabalhava para os bancos. Expliquei que os bancos emprestam dinheiro que tomam emprestado e que ganham na diferença entre as taxas. Uma diferença que nós do Banco Central, naquele momento, estávamos trabalhando imensamente para diminuir. E conseguimos. Criamos um projeto chamado Juros e *Spread* Bancário que possuía uma equipe exclusiva para avaliar as metodologias de mensuração das taxas de juros e dos *spreads* cobrados pelo mercado, pensar medidas para sua redução e acompanhar sua implementação. Eu tinha muito o que mostrar. Foi ótimo. Gerou uma certa tensão dentro do Banco Central, porque acho que algo desse tipo nunca havia acontecido antes, mas foi bom.

Como foi esse trabalho de redução das taxas de juros sobre empréstimos?

Foi um tema que ocupou muito do nosso tempo. Começou como uma resposta à frequente pergunta sobre o elevado custo dos empréstimos bancários no Brasil. Nossa primeira providência foi medir o chamado *spread* bancário, ou seja, a diferença entre o custo médio dos empréstimos concedidos e o custo de captação dos bancos. Começamos a calcular um *spread* médio, ponderando as taxas pelo volume de cada categoria de crédito.⁴³ A mera divulgação desse indicador serviu para mobilizar ainda mais as críticas quanto ao que se tinha aqui no Brasil – e, de certo, modo ainda se tem. Ao mesmo tempo, fizemos estudos que decompunham o *spread* em vários componentes – custos administrativos, compulsórios,

43 Em outubro de 1999, foi divulgado o primeiro relatório do Projeto de Juros e *Spread* Bancário no Brasil apresentando a decomposição do *spread* e um conjunto de medidas que visavam a sua redução e ampliação do crédito. Houve tentativas para a construção de série mensal da decomposição do *spread*, mas os dados não eram robustos e optou-se pela divulgação anual. Mensalmente era divulgada planilha com as taxas médias de juros das operações, o que deu origem à NI-Política Monetária divulgado mensalmente pelo Depec.

impostos, prêmios de riscos, margens dos bancos – e indicavam respostas de política pública a essa questão. O resultado desse exercício era apresentado anualmente em relatórios do progresso do Projeto Juros e *Spread* Bancário, o permitia um acompanhamento bem detalhado. Passou-se também a acompanhar as taxas médias das operações de crédito e a divulgá-las mensalmente no *site* do Banco e, posteriormente, por meio da *Nota para a Imprensa – Política Monetária e Operação de Crédito do SFN*. Esse processo, por sua vez, mobilizava a opinião pública, ajudando assim a acelerar as reformas. O projeto foi bem-sucedido e está descrito no relatório *Economia Bancária e Crédito – avaliação de três anos do projeto Juros e Spread Bancário* –, publicado pelo Banco Central em dezembro de 2002.⁴⁴ Recomendo a leitura desse relatório.

Logo que a vitória do Lula foi confirmada, o presidente Fernando Henrique criou um gabinete de transição. Qual foi a primeira determinação para o Banco Central? Qual era o tom da passagem?

Na verdade, essa área foi coordenada pelo Ministério da Fazenda e foi feita de uma maneira muito sistemática. O Banco Central era uma parte importante do processo, mas, certamente, não a única. Recebíamos as pessoas, conversávamos. Eram portas abertas. Conversei inúmeras vezes com o Palocci, com membros da equipe dele, mostrando quais eram os problemas, as oportunidades, as dificuldades, que área era responsável pelo que. Nas áreas em que isso era possível, a transparência era total.

Durante o governo Lula, foi criada a Controladoria-Geral da União (CGU) e deu-se maior transparência na divulgação de dados orçamentários, dados de RH, do Serviço Público Federal. Embora ainda haja espaço para avançar, este é um tema no qual o governo FHC avançou muito pouco.

Não sabia disso. No Banco Central, procuramos sempre dar publicidade aos documentos. Especialmente no regime de metas para a inflação, a comunicação e a transparência são instrumentos

⁴⁴ Relatório de Economia Bancária e Crédito – Avaliação de três anos do Projeto de Juros e *Spread* Bancário, em <http://www.bcb.gov.br/ftp/jurospread122002.pdf>.

de política. Depois das reuniões do Copom, era feito um comentário breve, um comunicado sobre a decisão. Como já mencionei, inicialmente o comunicado era oral, mas decidiu-se por entregar um breve comunicado escrito a todos os meios de comunicação. As atas das reuniões do Copom eram transcrições, o que resultava na necessidade de mais tempo para serem divulgadas. Passou-se então a divulgar notas da reunião com quinze dias corridos de defasagem e depois diminuiu-se para seis dias úteis. Há também diversos relatórios: *Relatório de Inflação, Notas para a Imprensa*. Em 2001, foi apresentado e divulgado o primeiro *Relatório de Estabilidade Financeira* sobre a situação do SFN e dos mercados.

Ainda sobre a transição, houve a criação de uma intranet para facilitar a transmissão de dados. O senhor se lembra disso?

Lembro. Uma área onde isso aconteceu, lembro-me bem, foi no relacionamento com o Judiciário, no que diz respeito a bloqueio de contas [BacenJud]. Isso foi feito. Em relação a dados bancários, estavam sendo implementadas diversas iniciativas ao mesmo tempo. Houve a construção da Central de Risco de Crédito [SCR] e toda a revolucionária reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB).

A Central de Risco de Crédito avançou naquela época, consolidando informações sobre o histórico dos devedores.⁴⁵ Um passo adicional seria o Cadastro Positivo, que até hoje não aconteceu.⁴⁶

45 A Central de Risco de Crédito, operada pelo Banco Central, foi criada em 1997, recebendo informações de todos os bancos sobre seus clientes com obrigações superiores a R\$5.000,00, mediante autorização dos tomadores e sendo garantida a observância às regras do sigilo bancário. Essas informações agregadas de diversas formas constituem fonte para a elaboração de estatísticas e indicadores e para supervisão bancária. Em 2000, iniciaram-se estudos que culminaram na construção do Sistema de Informações de Crédito do Banco Central (SCR), sucessor da Central de Risco de Crédito. A partir da data-base de maio de 2002 (Circular 3.098/2002), iniciou-se a coleta de informações sobre cada operação de crédito registrada no final do mês pelas instituições financeiras nos balancetes mensais. Posteriormente, em outras gestões, os limites para as informações individualizadas foram sendo gradualmente reduzidas, situando-se em R\$200,00 quando desta publicação. Fonte: <http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/n/SCR>.

46 Cadastro Positivo é o conjunto das informações de pessoas físicas e jurídicas que poderão ser utilizadas pelas instituições financeiras e empresas na hora de conceder crédito aos clientes. Está em curso no Congresso Nacional, por meio do PLP 441/2017, aprovado pelo Senado Federal ao final de 2017 e direcionado para a Câmara dos Deputados para tramitação. <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2160860>.

A reforma do SPB foi um projeto importante, que já estava bem desenhado quando chegamos. A proposta nos foi apresentada de uma forma tímida, dizendo que o projeto era enorme, arriscado e que levaria vários anos para ser concluído. Mas a diretoria abraçou na hora: “Vamos fazer!”, em que pesasse a complexidade do trabalho e os riscos de execução, que não eram poucos. Falávamos à época em trocar as turbinas de um jumbo em pleno voo, pois o sistema não podia parar! O sistema que existia até então fazia do Banco Central o perdedor de última instância do sistema. Isso porque, na prática, as transações entre participantes do mercado eram sempre honradas pelo BC, mesmo quando uma das partes se tornava inadimplente. Ou seja, caso o banco não dispusesse de recursos suficientes em sua conta para satisfazer os pagamentos necessários, o Banco Central dava curso à liquidação de tais obrigações, com as câmaras de compensação sendo simples processadoras e o risco sendo suportado diariamente pelo Banco Central. Com isso, o sistema não tinha qualquer incentivo para se automonitorar, como mencionei acima. A reformulação do sistema que foi introduzido incluía um regime de liquidação em tempo real para transações acima de um certo valor (RTGS – *Real Time Gross Settlements*). Para transações menores, havia um modelo DVP [*Delivery Versus Payment*]. Introduzimos também mecanismos hoje consagrados como a TED [Transferência Eletrônica Disponível]. Outras medidas foram implementadas, como a proibição de saldo devedor da conta reservas bancárias a qualquer momento e seu monitoramento em tempo real e a oferta de empréstimo-ponte diário, o que chamamos de redesconto intradia, por exemplo.

Na supervisão bancária, também avançamos bastante. Nem tudo podia ser divulgado. Há dados que um banco central não pode tornar público, mas fazíamos o acompanhamento da vida dos bancos, praticamente, em tempo real. A supervisão bancária evoluiu. Implementamos muita coisa, algumas iniciadas em gestões anteriores. A supervisão bancária era composta por três dimensões. A tradicional, denominada supervisão direta, em que inspetores iam até os bancos para verificar *in loco* o que estava acontecendo, analisar a contabilidade das instituições, suas provisões etc. Depois, criou-se a supervisão indireta, baseada em estatísticas e informações que eram requisitadas

pelo Banco Central e, com a reforma do sistema de pagamentos, introduzimos uma terceira dimensão, que é a da auto-regulação, que consiste no mercado fiscalizar a si próprio. Como funciona isso? Antes da reforma do sistema de pagamentos, operações no mercado entre bancos sempre eram liquidadas. Então, por exemplo, se a sua distribuidora vendeu para um banco um título, é preciso entregar o título para receber o dinheiro. Essa transação sempre envolve risco: ou o dinheiro é depositado, mas não se recebe o título, ou recebe-se o título, mas o dinheiro não é depositado. No Brasil, se um banco quebrasse, ainda assim a transação era concluída pelo Banco Central com o objetivo de evitar o risco sistêmico. Ou seja, se um banco quebrasse, levasse um título e não pagasse, quem vendeu recebia o pagamento pelo Banco Central. Dizia-se, de brincadeira, que o Banco Central era não apenas o prestador de última instância do sistema – que é uma atividade clássica de um Banco Central –, mas também o perdedor de última instância. Como consequência, o esforço de monitoramento do mercado pelo próprio mercado era muito falho, não havia grandes preocupações já que o Banco Central garantiria a transação. Não havia risco. Era uma falha de desenho do sistema, não só aqui no Brasil, mas em vários países. Fizemos essa reforma e introduzimos esses mecanismos de liquidação mais blindados. O SBP opera em tempo real. As ordens de entrega e de pagamento são registradas e realizadas imediatamente.

Foi um enorme avanço. Esse projeto durou três anos, de 2001 a 2003. Foi um projeto muito grande e o sistema financeiro era muito refratário, mas funcionou.

Houve também a criação dos correspondentes bancários, uma ideia que já existia dentro do Banco Central. Foi o Sérgio Darcy, diretor de normas, que apresentou essa proposta à diretoria. Tivemos a coragem de arriscar, de fazer.

Durante essa transição, o senhor teve a oportunidade de conhecer a equipe do Palocci. Qual foi sua impressão?

Eu não lidava diretamente com a equipe, então impressão pessoal não tenho, mas sei que eram bons. Não via ninguém se queixar. Dentro

do Banco Central, sempre teve muita gente do PT, inclusive na diretoria e em funções de alto nível hierárquico. No Banco Central, nunca houve problema. Mas tudo que acontecia dentro do Banco Central, o PT sabia. Todo mundo, mais ou menos, entendia que era assim e que não havia como ser diferente porque o Banco Central tem muitos níveis hierárquicos e trabalha sempre com um sistema de comitês e grupos, que é uma forma de proteger a instituição de desvios e de fraudes. Quando havia audiências no Congresso, já se sabia que, se houvesse qualquer evento diferente acontecendo no Banco Central, os parlamentares da oposição iriam direto ao ponto. Mas isso nunca me deu grandes problemas, não.

Nas muitas conversas que o senhor teve com Palocci, chegou a ver algum plano claro dele para a economia?

Não, o plano era de continuidade, como, de fato, foi. Sempre concordei com uma frase frequente do Pedro Malan de que cada governo tem a obrigação de tentar fazer as coisas um pouco melhor do que elas eram feitas antes. Se cada governo deixasse a situação um pouco melhor do que a que encontrou, o país estaria sempre progredindo. Essa era a nossa esperança. Quando o PT iniciou o governo com uma equipe muito competente para o Ministério da Fazenda e para o Banco Central, com Joaquim Levy, Murilo Portugal, Marcos Lisboa e outros, houve um impacto fantástico sobre as expectativas. Eles mantiveram a política econômica nos trilhos. Fizeram apenas um pequeno ajuste fiscal porque o Brasil, já naquela época, exibia um crescimento vegetativo dos gastos. Então, a cada ano, era necessário fazer um ajuste de, mais ou menos, 0,5 pontopercentual do PIB.

O senhor comentou que, em 1999, houve um ajuste maior, de 4 pontos percentuais do PIB. Apenas para efeitos de comparação, quantos pontos percentuais são necessários hoje?

Seis pontos percentuais. De 5 p.p. a 6 p.p. do PIB. Hoje, a carga tributária é muito mais alta do que em 1999 e, boa parte do ajuste, naquela época, veio pelo lado do imposto, o que torna a meta, hoje, quase impossível sem a aprovação de reformas relevantes como a da previdência, para citar apenas a mais importante.

Que análise o senhor faz do primeiro ano de governo Lula?

Via com muita preocupação e também com certa tristeza, pois quase que de imediato inventaram a tal da herança maldita e perderam a chance de construir pontes com o PSDB e com isso viabilizar um Brasil melhor. Na área econômica, no entanto, as coisas começaram bem. Depois, o grau de preocupação aumentou exponencialmente. Apesar disso, eles mantiveram uma política econômica razoável e eu ainda tinha uma visão positiva do futuro do país, porque a chegada do “Lula Paz e Amor”, como ele mesmo se apresentava, especialmente na economia, sugeria que o Brasil havia encontrado um caminho. Claramente, não foi o caso. Ainda no primeiro mandato, os erros começaram a aparecer e, com a saída de Palocci, ficaram ainda mais claros. Foi um ponto de inflexão e, a partir daí, o Brasil se perdeu. Durante o governo Lula, a economia ainda foi bem, favorecida pelo comportamento benéfico dos preços das *commodities* e pelo crescimento do crédito. A base de crédito da economia era muito pequena, então foi possível uma expansão natural do crédito, desejável. Mas não houve investimento, a produtividade também não melhorou. Foi piorando. O resto da história é conhecida.

Na transição de 2002, Dilma Rousseff já aparecia de alguma maneira?

Não, nunca tinha ouvido falar dela. Não sei se outros haviam. Não era um assunto relevante. Depois, ela assumiu o Ministério da Energia e, já ali, começou a mostrar suas garras. No segundo mandato, tornou-se chefe da Casa Civil, com [Guido] Mantega à frente da Fazenda. Foi quando começou o desvio de rota. No início, sem grandes buracos fiscais, mas com sinais de que o sistema financeiro oficial, os bancos oficiais, iam se agigantar. Havia sinais de protecionismo, de arbitrariedade na administração da estrutura tributária do Brasil. Tudo que está aí hoje. A nova matriz econômica,⁴⁷ estava nascendo ali.

47 A Nova Matriz Macroeconômica combinava juros baixos, taxa de câmbio competitiva e consolidação fiscal amigável para o investimento, conforme indicado pelo secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda Marcio Holland [de Brito], assim denominada em contraposição à Matriz Econômica adotada na gestão de Fernando Henrique Cardoso – composta pelo regime de metas para a inflação, flutuação cambial e reponsabilidade fiscal. Ver apresentação do Ministério da Fazenda: Economia Brasileira em Perspectiva, 17ª edição, dezembro de 2012.

Por que o senhor acha que o presidente Lula fez essa mudança na política econômica?

Acho que faltou a ele convicção e deve ter sofrido pressão de dentro do PT também, para adotar uma linha menos ortodoxa.

Sua percepção é de que a equipe econômica do PT, no segundo mandato de Lula, abandonou a linha adotada no primeiro mandato em função do que, de fato, queriam fazer, como se dissessem: “Ah, fizemos o que tinha que ser feito, agora podemos tentar fazer o que queremos”?

Acredito que sim. A frase é essa mesmo. É a mesma afirmação de [Verónica] Michelle Bachelet [Jeria] no Chile: “No primeiro mandato, fiz o que tinha que fazer. Agora vou fazer o que quero”.⁴⁸ Geralmente, isso não é bom sinal. E foi o que aconteceu com o PT. Hoje, infelizmente, como já sabemos o final do filme, é até perigoso tentar reproduzir o que se pensava na época. Mas já está bastante claro. E ficou ainda mais evidente depois que Lula saiu do governo.

Durante algum tempo, não escrevi artigos para jornais. Mas, no início do governo Dilma, em 2011, me animei a escrever um, em coautoria com Pedro Cavalcanti Ferrira, da EPGE-FGV (Anexo II). O título era “O Brasil na encruzilhada” e foi publicado nos jornais *O Globo* e *O Estado de São Paulo*.⁴⁹ Foi um artigo com o dobro do tamanho normal que saiu na edição de domingo. O artigo mostrava, essencialmente, essa mudança na estratégia econômica e como o Brasil, naquele momento, poderia optar por uma correção de rumo que, se não fosse feita, prejudicaria o crescimento e o desenvolvimento do país. Não antecipei a desorganização fiscal que seria realizada. Imaginei que a parte fiscal estivesse razoavelmente protegida. No entanto, tivemos seis pontos de piora na relação dívida/PIB.

48 “*Este período de Gobierno voy hacer todo lo que me he comprometido con el país.*” Presidente Bachelet durante entrevista ao programa de rádio *Una Nueva Mañana*, em 2 de junho de 2015.

49 FERREIRA, Pedro Cavalcanti e FRAGA NETO, Arminio. O Brasil na encruzilhada. *O Estado de São Paulo*, 10 de abril de 2011. Ver: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,o-brasil-na-encruzilhada-imp-,704168>>.

É razoável afirmar que o segundo mandato de Lula foi semelhante ao primeiro de Dilma? Com a diferença de que Lula teve, apesar da crise, um vento externo bom no final do mandato.

No mínimo, pode-se discutir a ideia porque não é totalmente absurda. Corrigiria apenas a parte final. O Lula teve um vento externo bom o tempo inteiro, vento de cauda.

Também em relação ao pré-sal?

Durante os mandatos de Lula, as condições macroeconômicas foram muito favoráveis. Algumas foram conquistas dele, porque dizia: “Estou aqui. Não vou fazer nenhuma maluquice”. Com esse discurso, as tensões financeiras diminuíram muito e ele pôde governar com relativa tranquilidade. A crise externa que teve que tratar, entre 2008 e 2009, foi bem administrada. O Brasil tinha alguma gordura para queimar naquele momento. Valeu a pena. Ficou claro como é bom “estar em forma”. Se uma pessoa está em forma e contrai uma doença, tem muito mais resistência, suporta melhor. Acredito que, nesse caso, a economia funcione de maneira análoga.

Na transição, o senhor chegou a sugerir alguma política pública específica para o novo ministro da Fazenda, Palocci?

Devo ter sugerido, sim. Na linha mais macro, certamente, porque tínhamos inúmeros projetos àquela altura do jogo. Vários desses projetos surgiram no Banco Central, mas foram transferidos para o Ministério da Fazenda. Tínhamos um rascunho da Lei da Falência, que dependia de algumas alterações que precisavam ser discutidas com a Receita Federal. Não houve tempo para implementarmos essa proposta, mas Palocci a acolheu, fez as revisões necessárias e a lei foi aprovada.

Na nossa época, fizemos as reformas da Lei das S.A., da Lei da CVM,⁵⁰ e tentamos fazer uma reforma revolucionária do SFH, que não deu certo. Para nós, foi uma derrota política. Teria sido um espetáculo. O Brasil tem esse modelo soviético de caderneta de

50 Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, que altera e acrescenta dispositivos na Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações; e na Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM.

poupança, que não tem flexibilidade de preço. Está até nos jornais, como li recentemente: “Ou inunda, ou seca”, porque não tem preço. O sistema recebe recursos subsidiados e obriga que sejam canalizados para empréstimos subsidiados e, por isso, os bancos tentam evitar essa obrigatoriedade, pressionam, fazem de tudo, porque poderiam emprestar a taxas maiores se não fosse dentro do SFH. É um sistema malfeito. Como essas taxas são controladas, os bancos compensam a perda elevando as taxas de juros de outras operações de crédito, o que não favorece o sistema como um todo.

Tínhamos um grande número de projetos que estavam em andamento ao final do segundo mandato de FHC e que tiveram continuidade no governo Lula. Outros não. Tínhamos uma proposta de retirar do Banco Central a responsabilidade por assuntos de conduta e concorrência e transferir para o Sistema de Defesa da Concorrência. Chegamos a apresentar o projeto de lei complementar para fazer essa transferência. Está lá parado até hoje.⁵¹ Vários temas de financiamento imobiliário, que já vinham sendo trabalhados, foram aperfeiçoados. A questão da alienação fiduciária também. Depois, surgiu a ideia do crédito consignado pelas mãos do Marcos Lisboa, mas não me recordo se essa ideia já estava em debate dentro do Banco Central. Durante a transição, houve continuidade normal.

O senhor saiu do Banco Central no início de 2003. Depois, fundou a Gávea Investimentos, que foi um grande sucesso. Em 2014, o senhor volta à esfera pública como assessor econômico na campanha do senador Aécio Neves. Como se deu essa aproximação?

Houve um almoço de final de ano, em 2013, organizado pelo Fernando Henrique. Foi um almoço informal, mas criou um canal que, depois, foi sendo intensificado. O ano de 2014 foi exaustivo para mim. Minha carga diária de trabalho é muito alta, mas nesse ano até as eleições, foi altíssima. Mantive minhas atividades na Gávea, mas também organizava propostas econômicas, pensava no que poderia e deveria ser feito. Conversava com muitas pessoas. Também contei com a ajuda de muitas outras pessoas, mas ainda assim foi exaustivo.

51 PLS 350/2015-Complementar: disciplina as competências do Banco Central e do Cade em matéria de concentração bancária e de concorrência no âmbito do Sistema Financeiro.

As reuniões com o senador Aécio eram coordenadas pelo PSDB?

Não, eram reuniões pessoais. Depois, quando a campanha estava mais avançada, montou-se uma equipe da qual participei um pouco, mas não estava no dia a dia da campanha. Nunca foi o que fiz.

Por que, em 2014, o senhor tomou a decisão de participar mais ativamente das questões políticas do país?

Foi somente em 2014 mesmo. Assumi a presidência do Banco Central depois das eleições de 1998 e tomei a posição, acredito que com o apoio de todos dentro do governo, de não participar da campanha de forma alguma. Em 1991 e 1992, eu era muito jovem e não tinha muita experiência. Em 2014, decidi contribuir, acreditando que não iria me envolver muito na campanha, que seria chamado a falar apenas dentro do que fosse possível. Era um ambiente extremamente populista, além disso, um discurso econômico ortodoxo não ajuda a angariar votos. De toda forma, foi uma experiência boa acompanhar a campanha de perto. O resultado final não foi bom, mas o processo foi válido. Não me arrependo. Mas foi cansativo, foi um ano bem cansativo.

Como acontece uma conversa sobre economia com um candidato à presidência da República?

Mapeamos uma série de questões que precisariam de planejamento e, depois, de pessoas para executar. Uma tarefa bem sistemática. O que era preciso fazer em relação aos temas do Ministério da Fazenda, aos temas do Banco Central, às questões referentes à inserção do Brasil na economia mundial. Também mapeamos áreas importantes nas quais são necessárias reformas: tributação, previdência, legislação trabalhista e por aí vai. As atividades foram organizadas e desenvolvidas por áreas. E havia também o trabalho inverso, de atender a demandas da campanha, mas, com essa parte, não me envolvi muito. Havia também a preparação para debates. Surgem muitas ideias e é preciso avaliar o que é possível fazer. Para isso contávamos com o Mansueto de Almeida, que hoje está no Ministério da Fazenda, e com o Samuel [de Abreu] Pessôa.

Já havia uma ideia de quem seria convidado para assumir a presidência do Banco Central?

Tinha, mas não publicamente. Tudo estava mapeado. Achava que era muito cedo para atuar nesse sentido, mas havia muitos candidatos bons para o Banco Central. Contudo, não fiz convites nem nunca revelei nomes.

Se o Aécio Neves tivesse vencido as eleições de 2014, o senhor acredita que o desafio teria sido maior do que o de quando o senhor assumiu a presidência do BCB em 1999?

Seria diferente. Em 1999, havia um grande risco de retorno da inflação, o que seria o fim do Plano Real. A etapa de abandonar a âncora cambial era importante para o Plano Real. Era preciso normalizar a situação. O governo já havia passado por uma crise bancária que foi superada e, naquele momento, enfrentava uma crise fiscal e cambial. Eu acreditava que aquilo era uma situação de livros-texto. O Brasil precisava fazer um ajuste fiscal, deixar o câmbio flutuar e o desafio nessa situação era não perder o controle sobre a inflação. Foi um momento tenso porque, com a crise cambial e a desaceleração da economia, a base política do governo ficou mais instável. Acreditava que aquela era uma situação possível de se contornar, embora não imaginasse que a solução seria tão rápida e aconteceria tão bem. Acreditava que era possível desde que a parte fiscal fosse realizada e eu sabia que estava sendo feito. Eu conhecia as pessoas, acreditava naquilo, apesar do fracasso das famosas 51 medidas do ano anterior. Naquele momento, percebeu-se a necessidade desse ajuste, e eu vinha dos Estados Unidos com essa convicção.

Mais recentemente, sabia que o problema fiscal era enorme. Sabíamos que seria preciso consertar muita coisa em um ambiente em que a responsabilidade pelo desastre ainda não tinha, claramente, recaído sobre o PT e seus aliados. Por isso, acreditava que ia ser bem complicado. Era preciso corrigir uma série de problemas de natureza política, ideológica e até administrativa. E esses primeiros, de natureza ideológica, faziam parte da retórica populista, que tentamos enfrentar.

É difícil ficar fazendo cenários. Acho que a economia reagiu muito bem, embora não tivesse nenhuma ilusão quanto às dificuldades. Certamente haveria uma crítica ancorada em um suposto arrocho.

Arrocho pelo qual o governo atual está passando e do qual o senhor foi, pessoalmente, acusado em uma peça publicitária da campanha do PT.

Pois é, nela tiro a comida da mesa das crianças. Eu afirmava, por exemplo, que o salário só poderia crescer em termos reais se o Brasil estivesse crescendo, se houvesse aumento de produtividade. O salário não poderia crescer sem limite com uma economia fraca e mal estruturada como estava a nossa naquele momento. E, infelizmente, a situação piorou. Fiz um comentário nesse sentido em uma entrevista e a deputada [Maria] Margarida [Martins] Salomão, do PT, me citou de forma equivocada. Escrevi a ela explicando que a citação que fez estava errada, que não havia dito que os salários haviam crescido demais, mas nunca me respondeu. Mas eu sabia que essa luta contra a mentira era quase impossível de ser vencida.

Não existe, ao que eu saiba, nenhum caso de regime populista que tenha sido derrotado nas urnas. Regimes populistas quebram. É preciso esperar, esses governos vão até o fim e quebram. O governo populista se autodestrói. Consegue atrair, aterrorizar os 60% da população que dependem muito do governo. Esse modelo de governo se presta a isso também. Eu tinha uma grande preocupação com o Bolsa Família. Sempre fui a favor, como técnico, e sempre fui um grande admirador do PB [Ricardo Paes de Barros] e de todo trabalho que fez, e também de Marcelo [Cortês] Neri, do próprio Marcos Lisboa, do Edward Amadeo, meu sócio. Ao mesmo tempo que acreditava muito naquilo, tinha muito medo de programas que pudessem, no fundo, se transformar em instrumentos populistas de poder. Porque se há um líder carismático em Brasília que aperta um botão e esguicha dinheiro na veia de 100 milhões de pessoas, isso é um instrumento poderoso. A personalização, ou partidarização, de programa social é perigosa. O Aécio tentou se contrapor a isso apresentando um projeto de lei para transformar o Bolsa Família em um programa permanente, um programa de Estado. Aí vieram as críticas, afirmando que era um artifício, que “queríamos tirar o

Bolsa Família das pessoas”. O resultado é conhecido. Aécio teve 75% dos votos em São Paulo e cerca de 25% no Nordeste. Em alguns estados, Aécio teve 80% dos votos. As pessoas menos informadas, mais dependentes desses programas, votaram contra. Genuinamente preocupados, mas mal informados.

Eu não estava preparado para as distorções e mentiras que foram a regra na campanha. Sabia que não eram para mim como pessoa e não eram, de fato. Participei de um debate com o Mantega, no programa da Miriam [Azevedo de Almeida] Leitão, que foi impossível. Ele falava uma bobagem atrás da outra. Eu dizia: “Mas, ministro, isso deu errado, isso está dando errado, a economia está em recessão. Nada disso está dando certo. O senhor está dando subsídio para quem não precisa”. E ele falando sem parar. Enfim, agora ele está sendo acusado de atos gravíssimos. Não se sabe se as acusações são verdade, mas é fato que cometeu erros econômicos enormes e se prestou àquele tipo de discurso. Ele é um fiel escudeiro do partido, foi lá e falou o que tinha que falar.

Ouvir-se muito que Dilma não foi só presidente, mas também ministra da Fazenda, presidente do BNDES, presidente do Banco Central.

Acho que é verdade. Acho que ela mesma admite isso e dou-lhe crédito por isso. Ela continuou a admitir isso, mesmo quando as coisas começaram a dar totalmente errado. Nunca responsabilizou Mantega. Nunca.

Com Joaquim Levy foi diferente, porque ele foi para o Ministério da Fazenda para ser o culpado. Foi complicado porque ele se ofereceu, foi para o sacrifício sabendo que poderia levar a culpa. E ele fez bastante, mas acho que o governo atual está emitindo sinais mais fortes. No ano passado, [Michel Miguel Elias] Temer [Lulia] fez esse diagnóstico e acho que, hoje, pode e deve colocar as fichas na mesa para ter alguma chance de dar certo.

Há algumas torneirinhas que o Levy fechou que estão surtindo efeito agora.

Tem sim. Levy tem um profundo conhecimento e fez o que foi possível. Entretanto já sabia o que iria acontecer. Disse a ele: “Você irá, mas não conseguirá ter sucesso e levará a culpa”. Foi o que aconteceu. Era mais ou menos claro, pois implementando esse

tipo de política de maneira parcial, a parte do aperto acontece no curto prazo, mas uma economia reanimada, que começará a gerar empregos, só aparecerá mais tarde. Algumas vezes, o resultado vem rápido, como foi em 1999, quando, já no segundo semestre, o país começou a crescer 4% ao ano. A projeção de consenso para o PIB, no início de 1999, era de queda de 4% e o país acabou crescendo 0,3%.

Isso pode acontecer novamente hoje?

Não. Começamos com um presidente que tinha quatro anos pela frente, tínhamos mais espaço para trabalhar e a situação era mais simples. O estrago que o PT deixou ainda é inédito no Brasil. Em 1999, a economia estava mais ou menos arrumada, faltava só um ajuste fiscal.

A Operação Lava Jato, que começou em março de 2014, não afetou muito a campanha presidencial. Existiu algum momento em que se acreditou que Dilma não seria reeleita devido aos escândalos que estavam surgindo?

Esse assunto surgiu porque ela foi presidente do Conselho da Petrobras. Acredito que um grande defeito desse processo de *impeachment* foi não enfrentar a interpretação da Constituição para incluir assuntos do primeiro mandato. Ela está sendo processada com razão, mas por temas que, para a população, parecem ser technicalidades. Não foi incluído no processo o que ela fez ou deixou de fazer na presidência do conselho da Petrobras e as pedaladas relevantes do primeiro mandato. Isso dá margem para a falácia de sempre, quando dizem que são apenas technicalidades, que não é crime. É crime e é o suficiente para que se abra o processo. O conjunto da obra deve ser levado em conta também pelo eleitor. Ela cometeu o crime, que é o que a Constituição exige para que se abra o processo de *impeachment* que deve incorporar, ainda que indiretamente, o conjunto da obra, que é essa catástrofe que está aí.

Temos visto, nas últimas semanas, uma crise totalmente sem precedentes na política brasileira. No entanto, a taxa de câmbio não está flutuando muito. Por quê?

Primeiro, houve uma reação dos mercados emergentes em geral nos últimos meses, e o Brasil reagiu mais do que a média. Talvez tenha sido

o que mais respondeu, o que se deve a fatores locais. Um desses fatores é a própria saída de Dilma, que foi uma condição necessária para o país poder melhorar. Em segundo lugar, há a sensação de que, na área econômica, estão sendo apresentadas propostas sensatas e relevantes e, na área política, bem ou mal, as instituições estão funcionando e o país vai continuar a funcionar, ainda que em certas áreas haja muita incerteza. As instituições estão funcionando, e o Brasil, do ponto de vista político, pode sair de todo esse processo melhor do que entrou. Este é o quadro: um paciente que parecia caminhar para a morte, mas, de repente, tem uma melhora, estabiliza e tem chance de melhorar, se continuar o processo de diagnóstico, proposta, execução e aprovação. A saída da Dilma era necessária porque ela representava um projeto terrível do ponto de vista econômico e, hoje, sabemos que do ponto de vista político e ético também.

Se o presidente Temer perdesse todos os seus ministros mais próximos devido às investigações da Operação Lava Jato, qual seria o efeito econômico para o país?

A dúvida que fica, se isso continuar, é o que acontecerá com as reformas. Pode ser que o Brasil saia mais forte ao fim desse banho de sangue político e isso nos compra um pouco de tempo. Há algumas sinalizações de que, lá na frente, a situação pode melhorar. Acredito – falando como um cientista político amador – que, uma vez que se concluam os trabalhos da Lava Jato, que não sei de quanto tempo ainda precisará, o quadro ficará melhor. Até agora, que eu saiba, o Supremo não tomou nenhuma decisão ligada à Lava Jato. Ninguém com foro privilegiado foi ainda condenado. Levará tempo. Mas acredito que, ao final desse processo, saberemos quem sobreviveu e, do que sobrar, construir um partido maior, de centro, que talvez tenha mais condições de liderar um bom futuro para o país. Algo que incluía PSDB, PPS, Democratas, PMDB e mais alguns. O que sobrar. Isso poderia ocorrer até antes da reforma política, que considero essencial. Talvez isso aconteça de forma espontânea, haverá espaço para isso.

O momento atual é de muita incerteza, mas a economia pode sobreviver. O impacto econômico e sobre os mercados financeiros

advém justamente da provável interrupção de uma gestão ruinosa na política e na economia. Isso não melhorou. Esse buraco econômico tem alguma elasticidade na volta. Há também uma dimensão cíclica. O país está, potencialmente, no fundo do poço. Isso se o governo parar de cavar. Se a Dilma continuasse, talvez continuasse a cavar porque não sei se ela saberia fazer diferente. Pode haver uma guinada cíclica e, se o governo conseguir emplacar algumas reformas, o quadro se estabiliza e, em 2018, com as eleições, é possível engrenar um projeto mais ambicioso. Isso, em si, já é bastante ambicioso. E também o que o presidente apresentou no documento *Ponte para o Futuro* e agora está sinalizando com algumas reformas.

O senhor chegou a ser convidado para contribuir com o documento Ponte para o Futuro?

Não. Suspeito, por alguns dos termos escolhidos, que meu artigo sobre as reformas necessárias de setembro de 2015 tenha sido usado,⁵² porque ninguém falava de orçamento base zero. O Serra é simpático à ideia, mas nunca o ouvi usar o termo. Estou dizendo isso pelo uso do termo, porque as ideias que estão ali não são originais. No artigo, falo sobre dois temas semioriginais, não na substância, mas na forma. Fiz o artigo para expor assuntos que estavam represados dentro de mim, que não pude falar durante a campanha e, por isso, resolvi falar. Então, um dos temas é o orçamento base zero e o outro é a proposta de fazer a emenda radical no capítulo econômico da Constituição, adotando a economia de mercado e disciplinando a ação do governo na economia, que pus para provocar. Mas também falei sobre estabilidade no setor público, falei das vinculações orçamentárias, mencionei o Plano Nacional da Educação. Coloquei o dedo nas feridas o que, durante a campanha, não pude fazer. Acho que, no seu conjunto, o artigo foi original, por apresentar o quadro em toda a sua extensão e propor respostas profundas.

52 O *Globo* e O *Estado de São Paulo*, 11 de setembro de 2015.

Qual é a sensação de um presidente do Banco Central quando acaba a missão? Como foi no seu caso?

Saí com a sensação de dever cumprido e isso foi muito bom. Adorava meu trabalho, mesmo com todas as crises. Gostava de trabalhar no Banco Central. Já havia trabalhado lá antes, o que me ajudou muito. Cheguei a registrar isso no meu discurso de despedida, na posse do Meirelles. Ele espelha exatamente o que sentia na época. Foi um discurso positivo (Anexo I). Naquele momento, ainda não havia essa acusação de herança maldita, toda essa transformação da política em guerra, em guerra de destruição. Não tinha nada disso.

Transmissão da Presidência do Banco Central do Brasil

Enfrentamos nos últimos anos enormes desafios. Procuramos fazê-lo sempre com a visão de que o que estava em jogo não eram apenas obstáculos conjunturais, mas sim o processo de construção de um arcabouço institucional capaz de dar ao Brasil as condições de se desenvolver.

Chego ao final desse percurso com uma visão positiva do futuro do nosso país, graças aos ajustes e reformas implantados nos últimos anos e aos primeiros sinais que nos passa o novo governo.

Alguns destaques incluem:

- o ajuste fiscal de cerca de 5 pontos do PIB nos últimos 5 anos, reforçado por avanços institucionais como a Lei de Responsabilidade Fiscal, a reestruturação da finanças estaduais e parte da reforma da Previdência;
- a resolução da crise bancária, seguida da implantação de um novo arcabouço prudencial e de uma supervisão de padrão global;
- a adoção, durante a crise de 1999, e como forma de sair dela, do sistema de Metas para a Inflação com taxa de câmbio flutuante.

Além do lado macro, cabe também mencionar que, como indicam estudos técnicos recentes, ocorreram na última década no Brasil importantes ganhos de produtividade e melhorias em uma ampla gama de indicadores sociais. Esses resultados decorrem de uma série de fatores dentre os quais eu destacaria:

- a prioridade dada à educação, saúde e reforma agrária;
- a privatização e a abertura da economia.

Tudo isso aconteceu num ambiente democrático e aberto, essa talvez a maior conquista de todas.

Com base nessas reformas, que fortaleceram o tripé fiscal, financeiro e monetário, e aumentaram a produtividade da economia, foi possível administrar uma perversa sequência de choques externos e internos sem acidentes e com custos sociais limitados.

Mas a sociedade quer e merece mais. Para tanto, será preciso consolidar os avanços já obtidos e definir uma nova agenda de reformas. Será preciso também administrar algumas questões oriundas do próprio processo de debate e transição.

A campanha dos principais candidatos de oposição foi marcada por uma postura negativa com relação ao que foi feito ao longo dos últimos anos. Por um certo tempo, passou-se para a sociedade a visão de que era preciso uma ruptura total com o modelo anterior.

Essa visão teve, por sua vez, um papel determinante no desenrolar da crise de confiança e crédito que assolou o país em 2002. Na medida em se pregava a ruptura, aumentava a desconfiança na condução futura da economia e crescia a dificuldade de rolagem da dívida interna e de financiamento do balanço de pagamentos.

Chegamos à beira do precipício. Mas, felizmente, prevaleceram o bom senso e a experiência, e a crise amainou. Lembro aqui que durante a crise afirmei sempre em pronunciamentos, no Brasil e no exterior, que aquele que viesse a ser eleito continuaria a praticar uma política econômica responsável.

Com a colaboração dos principais candidatos e o apoio do FMI construiu-se um caminho de transição viável. Assim como declarações e documentos pregando a ruptura agravaram o quadro, declarações e textos mais equilibrados afastaram do horizonte os cenários de crise mais dramáticos.

Hoje, com o discurso recente do presidente Luiz Inácio Lula da Silva de que a mudança deve ser (i) sem atropelos e precipitações e (ii) com estabilidade e reponsabilidade fiscal, é possível vislumbrar a superação definitiva da crise de confiança.

Precisamos sim avançar mais. Pouco tenho aqui a acrescentar ao discurso de posse do ministro Palocci, com quem tive o privilégio de trabalhar nessa

histórica transição: autonomia operacional do Banco Central, reforma da Previdência e equilíbrio permanente das contas públicas são música para os ouvidos dos que, como eu, sonham com um Brasil capaz de deixar para trás a ciclotimia macroeconômica que nos tem assolado por décadas.

Os compromissos assumidos pelo novo governo de respeitar contratos e conduzir a economia com base em regras e princípios claros e estáveis são cruciais e já começam a dar frutos.

Mas é preciso não descuidar também das questões microeconômicas e regulatórias. Aqui o novo governo herda um arcabouço ainda em fase de consolidação. Seu aprimoramento exigirá um esforço de resistência ao voluntarismo, ao corporativismo e à captura do Estado por interesses privados. Assim como no campo macro, no micro também é crucial definir regras claras e estáveis, compatíveis com a busca eficiente dos objetivos da Nação.

Vai dar trabalho. Testes surgirão a cada momento e exigirão sangue frio e perseverança. Mas, graças ao esforço do governo que sai e à visão do governo que entra, creio que podemos sim alimentar esse sonho de forma realista.

Nesse contexto, deixo ao meu sucessor um Banco Central preparado para cumprir com a sua parte. O BC está focado na sua missão principal de zelar pela estabilidade de preços. Essa missão é crucial, não só porque num ambiente estável o crescimento é maior, mas também porque, sem estabilidade e responsabilidade, é impossível conduzir uma política social de caráter progressista. Como bem sabemos, no escuro da inflação alta e da falta de transparência ganham sempre os mais fortes.

Como já disse, o BC está também preparado para sua outra missão de zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro.

Para cumprir com o seu papel, o Banco Central precisa ter a confiança da sociedade. Nesse sentido, e não há outra forma, agimos sempre com transparência, profissionalismo e integridade. Transparência foi uma palavra-chave de nossa gestão, que veio para ficar.

O governo do presidente Lula, ao dar prioridade a uma Lei de Responsabilidade Monetária que formaliza o que já vem sendo posto

em prática, coroa anos de esforço e aprimoramento institucional do Banco Central. Maior elogio não há.

O convite a Henrique Meirelles foi um sinal de que o novo governo busca competência e experiência. Ele traz para o BC o peso de sua vitoriosa trajetória e isso é motivo de tranquilidade para todos nós. Henrique, que bons ventos o acompanhem na sua jornada!

Concluo com o mais importante, que são os agradecimentos.

Agradeço ao presidente Fernando Henrique Cardoso pela confiança que em mim depositou em momentos difíceis. Com ele confirmei minha crença na possibilidade de se preservar o bom humor e um bom clima de trabalho mesmo durante o calor da batalha.

Agradeço ao ministro Pedro Malan, exemplo de coragem, integridade e patriotismo, pela confiança e pelos ensinamentos da vida toda.

Agradeço especialmente à minha fantástica diretoria, meus amigos para sempre. Com eles senti a cada dia como é bom lutar sem medo por uma causa nobre, confiando uns nos outros, mantendo sempre o espírito de equipe, sem nunca perder de vista a função pública que exercemos, sem nunca perder a capacidade de se indignar e de sonhar alto. Foi bom demais!

Nada teria sido possível sem a contribuição dos servidores do BC, a quem agradeço pelo sacrifício e por quem registro mais uma vez minha admiração. Agradeço também àqueles com quem convivi diariamente, por terem ido sempre muito além de suas obrigações, com carinho.

Agradeço a minha família pelo apoio ao longo do caminho. Tive a sorte de nascer em uma família, tanto paterna quanto materna, que me deu desde cedo o exemplo do espírito público e da preocupação com o próximo.

Agradeço, por fim, a Lucyna, minha mulher, e a Mariana e Sylvio, meus filhos, que são meu oásis, minha força para sonhar e para arriscar, meu porto seguro, sempre a recarregar minha bateria com amor.

ARMINIO FRAGA NETO
Brasília, 7 de janeiro de 2003

O Brasil na Encruzilhada

O Brasil vive um bom momento de crescimento, a um ritmo de cerca de 4% ao ano nos últimos anos. Mas cabe avaliar se este processo vai ter continuidade, nos levando a um produto per capita semelhante ao dos países mais avançados, ou se vamos repetir a experiência de 1950 a 1980, quando acabamos batendo num teto e nos espatifando na Década Perdida.

Em 1950, o produto *per capita* brasileiro era de cerca de 12% do produto per capita norte-americano. Em 1980, no ápice do milagre, nossa produtividade alcança 24% da americana. A partir daí nosso produto relativo caiu continuamente, chegando a 16% na década de 1990. Deste ponto em diante, o país volta a crescer de forma contínua atingindo hoje algo em torno de 20% do produto per capita americano, sem dúvida um avanço, mas ainda modesto.

Aqueles mais nostálgicos dos tempos do milagre econômico tendem a apontar as políticas nacional desenvolvimentistas adotadas desde a década de 1950 como a causa principal de nosso crescimento acelerado. Neste modelo o Estado ocupa papel central na economia, tanto como produtor direto quanto como indutor de investimentos privados via coordenação e incentivos fiscais e tributários. Há uma articulação entre interesses públicos e privados em setores entendidos como estratégicos e fortes gastos em infraestrutura e formação de capital por empresas estatais. Mais ainda, a produção nacional é protegida da concorrência internacional através de barreiras comerciais e outras.

Há em curso em nosso país, principalmente a partir de 2008, uma tentativa de ressuscitar este modelo. Isso pode ser visto nas largas transferências do Tesouro para o BNDES, que hoje financia uma fração crescente dos investimentos privados a uma taxa de juros muito abaixo do mercado. Isso pode ser visto nas mudanças no marco regulatório

do petróleo, com a Petrobras assumindo um papel ainda maior na prospecção e investimentos do setor. (Note ainda o alto percentual de compras locais da estatal, o que não leva em conta inteiramente diferencial de custos). Pode ser visto também na acelerada expansão do crédito por parte dos bancos públicos. De uma maneira ou de outra, aumenta-se a participação do Estado em diversos setores da economia, ao mesmo tempo em que se implanta e aumenta a proteção e os subsídios para setores e empresas da iniciativa privada.

A crise de 2008 deu o estofado ou argumento ideológico para a reação nacional desenvolvimentista. Ela seria o sintoma claro da falência do modelo neoliberal e indicação da necessidade de uma presença maior do Estado. Afinal, deu certo até o final dos anos 1970, porque não daria agora?

Um problema é que, o que deu certo até 1980 também foi responsável por grande parte dos desequilíbrios e problemas posteriores. Mais ainda, deu certo em termos de crescimento, mas deu errado em termos sociais. Isto pode ser percebido pela péssima distribuição de renda que este modelo nos legou, além das altas taxas de mortalidade infantil, a baixíssima escolaridade, o alto analfabetismo e índices de pobreza e indigência muito acima do que se esperaria de uma país com nosso crescimento e renda per capita. Em certo sentido nada além do esperado de um modelo que privilegiava o investimento em capital físico em detrimento aos gastos em capital humano e educação.

A dimensão social, atualmente, está bem encaminhada. A pobreza vem caindo há vários anos de forma estável, a desigualdade de renda caiu para os níveis mais baixos desde 1960 e a renda de parcelas geralmente excluídas dos benefícios do crescimento, como os negros e as mulheres, vem crescendo a taxas chinesas. Há vários fatores por trás disto, destacando-se a estabilidade macroeconômica (que protege os mais pobres), a expansão da educação e uma agressiva política social ao longo dos últimos dezesseis anos.

Outro problema diz respeito ao próprio crescimento. Hoje sabemos que, na fase final do Milagre, os indicadores de produtividade (em queda) já indicavam um certo esgotamento do modelo. Faltou justamente ênfase em produtividade e educação. Ao mesmo tempo, a

tentativa de manutenção de taxas aceleradas de crescimento começava a pressionar a inflação e o balanço de pagamentos, um sinal adicional de esgotamento. No fim do Milagre, a incapacidade (ou falta de vontade política) do governo em ajustar a economia após inúmeros choques externos – ao contrário, o governo acelerou investimentos – e a extensão e a intensificação da proteção comercial explicam grande parte de nossa estagnação econômica e queda da produtividade posterior.

As semelhanças com o momento atual não são pequenas: passada a crise econômica que justificou aumento anticíclico dos gastos, há grande resistência ao ajuste por parte de vários setores do governo e da sociedade. Há também enorme pressão por medidas protecionistas por parte de grupos que se sentem prejudicados pela concorrência chinesa e pela taxa de câmbio valorizada. Alguns sinais amarelos já são visíveis. A taxa de inflação se aproxima do teto da meta de inflação e, fora os preços administrados, a alta de preços é generalizada e atinge inclusive o setor de serviços. O saldo em conta-corrente se reduziu em mais de 4 pontos do PIB, apesar de um ganho de 40% na relação entre preços médios de exportação e importação.

Em boa parte, essas tensões espelham desafios fundamentais que se colocam ao país. No topo da lista está a frustrante dificuldade em se aumentar a taxa de investimento do país, que vem evoluindo lentamente para os atuais 18,4% do PIB, apesar dos esforços e subsídios do BNDES. Trata-se talvez da maior frustração econômica do governo Lula, que com bom senso reduziu significativamente o risco político do país, mas assim mesmo não conseguiu mobilizar nossos “espíritos animais”. A nosso ver, a explicação para este fenômeno está no par ideologia (de raízes nacional desenvolvimentistas) e dificuldades de execução (enraizadas em um Estado loteado e ineficiente).

Além da baixa taxa de investimento, o Brasil vive hoje um início de crise no mercado de trabalho. A crise não é a tradicional e terrível falta de emprego, mas sim a falta de trabalho qualificado, em todas as faixas. Uma comparação com a Coreia pode ser útil. Nos últimos 40 anos, a Coreia foi de uma renda per capita 30% inferior à nossa a um nível hoje 3 vezes maior! Isso foi possível porque a Coreia investiu muito mais e educou mais e melhor do que nós. A escolaridade média

subiu de 4,3 anos para cerca de 13 anos (igual à americana), enquanto que a nossa foi de 2 anos para em torno de 7 anos. Além disso, a qualidade da educação coreana é excelente, enquanto que aqui ela é, na média, sofrível. Uma resposta mais eficaz aqui é urgente, nas três esferas de governo.

O Brasil está portanto diante de uma encruzilhada. Do jeito que as coisas vão, parecemos caminhar para uma repetição do modelo nacional desenvolvimentista, mas com uma taxa de investimento inferior à versão original. Em que pese o maior foco atual no social, não custa lembrar que esta opção foi não só excludente socialmente, como gerou uma série de distorções que provocaram a estagnação posterior. Podemos ter alguns anos de vacas gordas, mas estamos fadados a parar longe de completar a convergência para os melhores padrões globais.

Não existe uma única alternativa a este caminho, mas alguns pontos são essenciais. Como bem indica a Coreia, o Brasil precisa investir e educar mais e melhor. O governo tem que promover as reformas necessárias para contribuir com a sua parte, investindo mais e gastando menos, e revalorizando a boa regulação para mobilizar o investimento privado. A promessa da presidente Dilma de aumentar a eficiência do Estado precisa ser cumprida através da ênfase na meritocracia por ela mesmo proposta. O atual cobertor curto no campo macroeconômico (inflação e juros altos, câmbio baixo) requer um ajuste fiscal mais convincente, que aborde com coragem as questões de longo prazo. Além de juros mais baixos, o setor privado precisa de um Custo Brasil menor, de uma estrutura tributária mais racional e de uma infraestrutura melhor, ao invés de subsídios que não merece. Desta forma sobrarão mais para programas sociais também. Enfim, há muito em jogo, muito a fazer, pouco tempo a perder. Repetir o passado parece-nos a pior das opções.

PEDRO CAVALCANTI FERREIRA (EPGE-FGV)

ARMINIO FRAGA NETO (Gávea Investimentos)

Publicado em *Jornal O Globo* e *Jornal Oesp*, abril de 2011

Monetary Policy in a Transition to a Floating Exchange Rate: remarks on the recent Brazilian experience

We have just gone through a fairly dramatic change in our exchange rate regime, with both panicky and bubbly features appearing in many different ways. I will narrow the scope of my remarks mainly to monetary policy.

Let me begin with a bit of background. Going into the second half of 1998, Brazil was running a fiscal deficit on the primary concept and had the bulk of its domestic government debt (some 40 percent of GDP) financed in the short term. The current account deficit was widening toward 5 percent of GDP, even as the economy went into recession. Then, as it often happens when a country is vulnerable, Brazil ran into a crisis, with capital inflows grinding to a halt after Russia in August.

These events led to a forced floating of the exchange rate and a panic in January of this year (1999). In February, the exchange rate reached 2.15, after having started the year at 1.20 to the dollar. Clearly, this was a situation where Brazil could run into all kinds of trouble, and where the panic influences could push the economy into a bad equilibrium with high inflation and a deep recession. Inflation was a particularly relevant threat, given the country's history. At that point, inflation expectations ranged from 30 percent to 80 percent and forecasts for GDP growth ranged from -3 percent to -6 percent for 1999.

The first decision we faced was whether to go back to a managed peg or stronger fixed-rate regime or whether to float. For standard optimum currency area reasons, we felt it made sense for us to float. As a result, we needed to find a new nominal anchor.

A policy based on a monetary aggregate did not seem feasible, particularly considering the uncertainties inherent to the crisis transition the Brazilian economy was going through. Another possibility was to run policy on a fully discretionary basis without an explicit anchor. However, with

unstable expectations, a stronger and more transparent commitment was essential, so we opted for a full-fledged inflation-targeting framework.

Another decision was the timing of the announcement of the inflation target. The issue was whether it made sense to announce an inflation target right away or to wait until the dust settled a bit. It was too risky for us to announce a multi-year target right away. We were afraid of quickly burning what we thought was the right long-run framework for Brazil by either announcing a target that would be too easy. Or one with too high a chance of being missed. Sure, with the right policies, inflation would eventually come down. But it was unclear at that stage how high inflation would go and how fast it would come down. We did not know how much overshooting we would have to deal with and how the economy would respond.

So, we went for a two-step solution. In March we announced (i) that our goal was to bring inflation down to a single-digit annualized rate by the last quarter of 1999 and (ii) that we would have the full inflation-target system by the end of June. The year-end target served as a temporary anchor, which contributed to the overall effort to contain the panic.

The good news at that point was that in the six months prior to the crisis, a remarkable turnaround in fiscal policy had taken place. Between October and February, quite a few policy changes were implemented in Brazil. The path was not smooth, with some important votes being first lost and then reintroduced in Congress. In the end, the bottom line showed a swing in the primary result from a deficit of 1 percent of GDP in 1997 to a running surplus of 3 percent of GDP in late 1998 and into 1999. That was key. Without a primary surplus, any forward looking evaluation of the Brazilian economy would not converge.

The turnaround in fiscal policy was taking place, but nobody really believed in it then. At that point, interest rates were still at the 39 percent level they had been at prior to the float and we needed to decide what, if any, our next interest rate move should be. The basic guideline used at that stage was to look at expected inflation, which, in practice, amounted to following an informal inflation-targeting program right away.

A first question was related to the degree of inflation pass-through from the devaluation. Good statistical guidance was not available because, as

in all countries that floated, a managed exchange rate was in place until just recently. So, we used some back-of-the-envelope calculations in order to proceed. We assumed a pass-through coefficient of 30 to 40 percent (based on the estimated share of traded goods in the economy). With the exchange rate at 2.15, this could mean a very high inflation rate, so something had to be done. We raised interest rates from 39 to 45 percent.

Although it is always a dangerous thing for a central banker to take a view on the market, we felt quite strongly that the exchange was fast moving into an overshooting or bubble range, with unpredictably negative consequences. This view was predicated on standard balance of payments and real exchange rate calculations that seemed to imply that a 50 percent real devaluation was more than enough. Therefore, if we could succeed in calming the panic, the overshooting would diminish and inflation expectations would come down as well. To point in that direction, we instituted an interest-rate bias concept (like the Fed.s) and immediately announced a downward bias for the upcoming time interval between Monetary Policy Committee meetings. That meant the central bank could lower rates between meetings without the need to call for a new vote of the Committee. Market reaction was positive and the yield curve inverted almost instantly, something which had not been seen in Brazil in a long time.

In order to further improve the odds of halting the panic, a final area had to be covered, namely the international financing side. Given the fragility of our fiscal/government debt situation at that time, there was a risk that a policy of high interest rates alone would be seen as pushing Brazil down the wrong path, one with an increasing debt-to-GDP ratio. The exchange rate was overshooting, in part, because markets doubted our ability to finance the balance of payments during the next few months.

Here the financing package led by the IMF played a key role. In parallel with the policy response on the domestic front, we worked with the IMF in putting together an international financial plan that covered the months from April until June. The plan took a conservative (but then quite reasonable) view of our ability to finance the balance of payments during this period. It assumed very low rollover rates for most payments coming due, and came up with a financing gap that was then covered by loans from multilaterals and bilaterals.

These numbers were presented to the commercial banks in order to demonstrate that the balance of payments was feasible with less than 100 percent rollover rates of trade and interbank lines. We then asked the banks for their voluntary support. The discussions took place with a group of banks, each representing a major region of the world. In order to induce and maintain a collective rollover of trade and interbank lines, we provided each regional group of banks with the exposure to Brazil of their own group, as well as that of each individual region. Exposure reports were to be provided frequently thereafter. This policy of using information disclosure as a coordination device worked well, and by August the voluntary agreement was no longer necessary.

Summing up briefly here, the policy response to the crisis entailed the combination of tighter fiscal policy, tighter monetary policy with an inflation target, and external financial support. Results have, so far, been surprisingly positive. The exchange rate stabilized and fell below 2 very quickly. Inflation expectations also came down. That allowed the use of the interest-rate bias twice during the month of March, with rates being cut from 45 percent to 42 percent then to 39 ½ percent. Synthetic on-shore dollar rates also fell dramatically, from the teens and even the twenties at times to mid single-digit levels not much above international rates. Short-term capital, other than trade finance, is no longer necessary to finance the balance of payments.

During the subsequent months, we were able to start a gradual lengthening of the maturity of the government's domestic debt, which rose from six months to around a year. By June, the panic was behind us. At the end of the month, the inflation targets for the rest of 1999 and for the next two years were announced as planned. Abroad-based consumer price index was chosen (the IPCA). The targets are 8 percent for 1999, 6 percent for 2000 and 4 percent for 2001. The targeting mechanism will, therefore, play a dual role: a permanent one of nominal anchor and a temporary one of disinflation guideline. This is not unlike what happened in other countries that adopted inflation targeting immediately after floating the exchange rate.

A band of 2 percentage points around the target levels was introduced. The band is wider than that of most other countries because we do not have a core inflation index in Brazil yet, and also because there is more

intrinsic uncertainty in Brazil at this stage than elsewhere. We have been careful not to focus much attention on the band in order not to distract expectations away from the targeted path. The band is there to guide the response to supply shocks and to trigger an open letter to the finance minister in case the target is missed.

The minutes of the monthly Monetary Policy Committee are released with a two-week lag. A quarterly Inflation Report is also being produced, the September issue published simultaneously in Portuguese and English. Both documents can be found on the central banks website at bcb.gov.br. The report is very detailed and tries to follow the example of disclosure of the United Kingdom and Sweden.

The economy weathered the crisis well. Despite a series of internal and external shocks since June, the exchange rate has floated with very limited central bank intervention. Inflation is on track to meet the 8 percent target for this year, and, what is even more encouraging, inflation expectations for next year, as measured by a broad survey, have converged to the 6 percent target. We have also, and most surprisingly, seen two quarters of growth on a sequential basis (thanks, in part, to the fact that the private sector went into the crisis with an unlevered and unexposed balance sheet).

The possibility of good economic performance may have opened a political window of opportunity for us to nail down a few of the remaining structural reforms (such as social security reform and tax reform) that still need to be done in Brazil.

Let me finish with a few brief comments on the micro side of reforms. A major overhaul of money markets has just been completed. Next, the plan is to start reducing directed credit guidelines and reserve requirements so as to improve microeconomic efficiency, and also to improve the transmission mechanism. The capital account of the balance of payments is being deregulated. These policies are being supplemented by prudential measures which include a revision of the payments system and improved bank supervision and regulation. These micro reforms will support the inflation targeting cum flexible exchange rate system in Brazil.

JACKSON HOLE SYMPOSIUM, 1999
New Challenges for Monetary Policy

Índice Onomástico

A

ALEJANDRO, Carlos Díaz	20
ALMEIDA JR., Mansueto Facundo de	111, 138
AMIN, Espiridião	93
ARIDA, Persio	79, 91

B

BACHA, Edmar Lisboa	17, 18, 90
BALL, Laurence	87
BARROS, Ricardo Paes de	140
BEZA, Ted	51
BERNANKE, Benjamin Shalom	26, 88
BIER, Amaury	93, 112, 120
BLINDER, Alan Stuart	9, 25
BORNHAUSEN, Jorge Konder	48
BORJA, Célio de Oliveira	46
BRAGA, Roberto Saturnino	40, 95
BRANSON, William Hoban	9, 25, 26, 90
BUARQUE, Cristovam Ricardo Cavalcanti	126
BUCCHI, Wadico Valdir	79

C

CAMARGO, José Márcio	126
CAMPOS, Lauro Álvarez da Silva	95
CAMPOS, Roberto	44, 90
CARDOSO, Fernando Henrique	18, 91, 102, 106, 111, 134, 150
CARDOSO, Renato Fragelli	33
CARNEIRO, Dionísio Dias	17
CARVALHO, Luiz Nelson Guedes	45
CARVALHO, Heloísa Helena Lima de Moraes	95, 96
CRUZ, Oswaldo Gonçalves	16
CUNHA, João Paulo	122

D

DARCY, Sergio	55, 58, 59, 62, 65, 68, 78, 108, 132
DIXIT, Avinash	9, 26
DORNBUSCH, Rudiger	87
DOUGLAS, Roger	88
DRUCKENMILLER, Stanley Freeman	37, 82, 85, 86

E

ERIS, Ibrahim	45, 102
---------------	---------

F

FARIAS, Paulo Cesar Siqueira Cavalcante (PC Farias)	46
FERREIRA, Pedro Cavalcanti Gomes	33
FIÚZA, Ricardo Ferreira	48
FRANCO, Gustavo	58, 59, 79, 111
FRANCO, Itamar Augusto Cautiero	109
FREIRE, Roberto João Pereira	103
FRIEDMAN, Milton	21

G

GOLDEJAJN, Ilan	65, 66, 68, 73, 78, 90, 100, 101, 105, 106
GOMES, Ciro Ferreira	116, 117
GREENSPAN, Alan	114
GUEDES, Paulo	19

H

HADDAD, Cláudio	27
HAWKINS, Gregory Dales	37

J

JAFFEE, Dwight	26
JERIA, Verónica Michelle Bachelet	135
JOHNSON, Robert	81, 88, 90

K

KAMINSKY, Graciela	84
--------------------	----

L

LAFER, Celso	46
LANGONI, Carlos Geraldo	19, 27, 79
LEAL, Carlos Ivan Simonsen	26, 33
LEITÃO, Miriam Azevedo de Almeida	141
LEMANN, Jorge Paulo	27
LEVY, Joaquim Vieira Ferreira	33, 47, 121, 133, 141
LISBOA, Marcos de Barros	111, 121, 126, 133, 137, 140
LOPES, Francisco Lafaiete de Pádua (Chico Lopes)	17, 52, 87, 91
LOYOLA, Gustavo Jorge Labossière	47, 48, 79, 91
LOWENSTEIN, Roger	37
LULIA, Michel Miguel Elias Temer	141, 143

M

MACEDO, Roberto Brás Matos	48
MAGALHÃES, Antônio Carlos Peixoto de	56, 57, 63, 71, 94
MALAN, Pedro Sampaio	17, 18, 24, 44, 49, 58, 59, 72, 87, 91, 92, 93, 96, 105, 108, 111, 113, 118, 120, 133, 150
MALLABY, Sebastian	86
MANTEGA, Guido	47, 141
MATOS, Hélio Jaguaribe Gomes	46
MEIRELLES, Henrique de Campos	77, 78, 79, 112, 120, 145, 150
MELLO, Fernando Afonso Collor de	10, 44, 45, 47, 81, 124
MELLO, Zélia Maria Cardoso	45
MENDONÇA, Álvaro	48
MENDONÇA, José Eduardo Cavalcanti (Duda Mendonça)	122
MERIWETHER, John William	34, 35, 37
MESQUITA, Mário Magalhães Carvalho	105
MINELLA, André	90
MORAES, Pedro Luiz Bodin de	47, 48, 94, 98

N

NERI, Marcelo Cortês	140
NETTO, Antônio Delfim	20, 28, 29, 72

O

OLIVA, Aloizio Mercadante	117, 118, 119, 120
OLIVEIRA, Anthony William Matheus de (Anthony Garotinho)	117

P

PALOCCHI, Antônio	77, 78, 111, 118, 120, 121, 122, 129, 132, 133, 134, 136, 148
PASTORE, Afonso Celso	23
PARENTE, Pedro Pullen	47, 48, 49, 50, 91, 92, 96, 107
PESSÔA, Samuel de Abreu	138
PORTUGAL, Murilo	133

R

REINHART, Carmen	84
RESENDE, André Pinheiro de Lara	27, 28, 32, 87
ROGOFF, Kenneth Saul	27, 84
ROUSSEFF, Dilma Vana	47, 122, 124, 134, 135, 136, 141, 142, 143, 144, 154

S

SAFATLE, Cláudia	90, 96
SARNEY, Roseana Macieira	116

SCALCO, Euclides Girolamo	118
SCHOLES, Myron Samuel	35
SERRA, José	116, 117, 144
SICUPIRA, Carlos Alberto Veiga	27
SILVA, José Dirceu de Oliveira	118, 122
SILVA, Luís Inácio Lula da	21, 108, 110, 113, 114, 116, 117, 118, 119, 120, 121, 125, 126, 129, 134, 135, 136, 137, 148, 149, 153
SILVA, Paulo Bernardo	122
SIMON, Pedro	103, 104
SIMONSEN, Mário Henrique	20, 29, 44
SONNENSCHN, Hugo Freund	26
SOROS, George	37, 38, 39, 40, 41, 81, 82, 83, 84, 88, 94, 95
SROUR, Gabriel	100
STIGLITZ, Joseph Eugene	9, 25, 108
SUPLICY, Eduardo Matarazzo	93, 96

T

TAYLOR, John Brian	9, 25
TELLES, Marcel Hermann	27, 33
TER-MINASSIAN, Teresa	51
TOMBINI, Alexandre Antônio	79, 101, 105
TORRES, Lafayette Coutinho	48

V

VOLCKER, Paul Adolph	28, 29
----------------------	--------

W

WERLANG, Sérgio Ribeiro da Costa	26, 33, 62, 64, 68, 71, 100
WERNECK, Rogério Ladeira Furquim	17
WILLIAMSON, John	20

X

XIMENES, Paulo César	79, 112
----------------------	---------



**BANCO CENTRAL
DO BRASIL**

ESSA IDEIA DE QUE EXISTEM DOIS MODELOS, um desenvolvimentista e um outro, também é falsa. É uma estratégia de retórica. Não haverá desenvolvimento algum se a macroeconomia não estiver em ordem, se houver crise financeira e outros problemas.

ARMINIO FRAGA NETO

Ex-Presidente do
Banco Central do Brasil