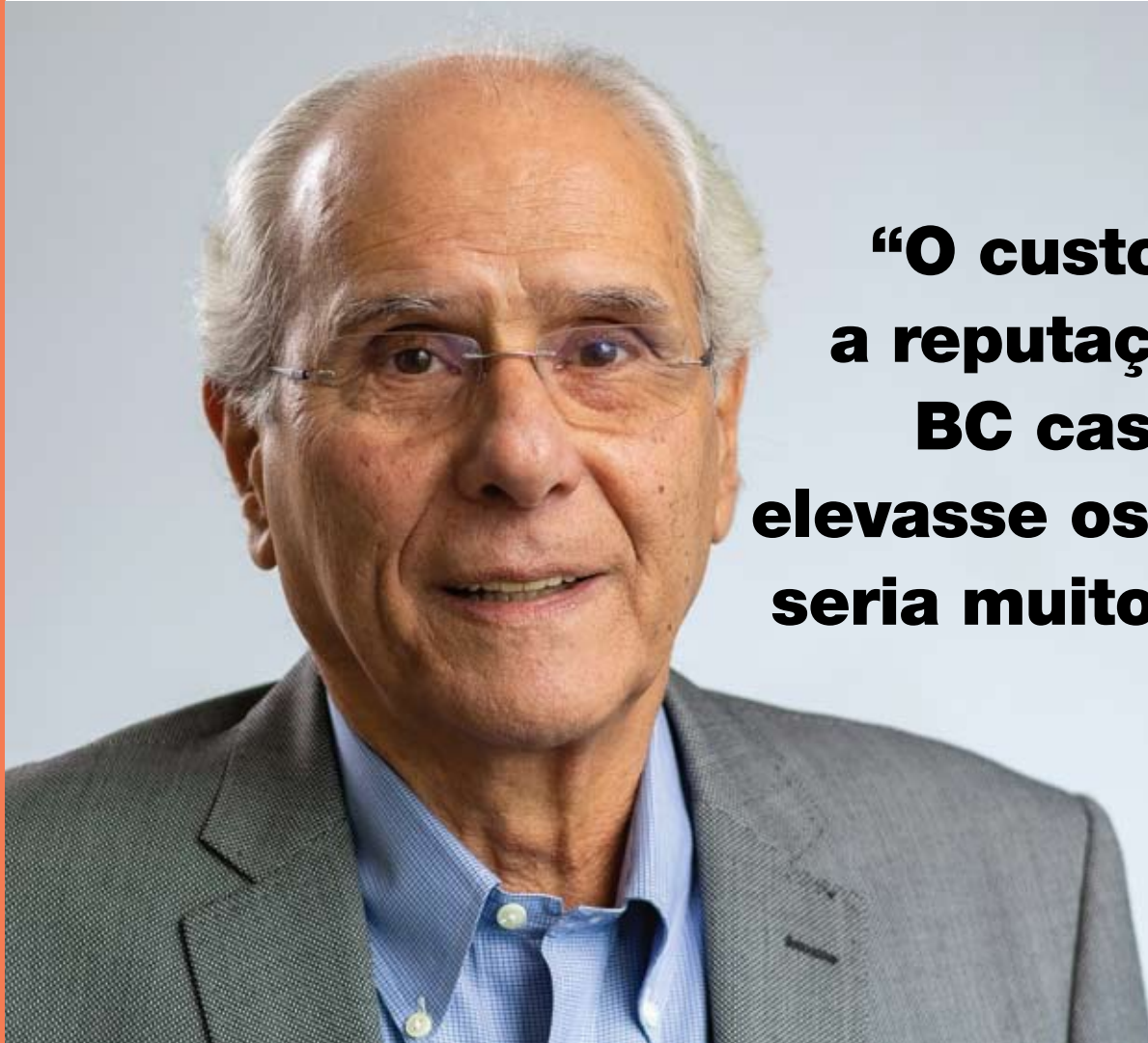




**“O custo para a reputação do BC caso não elevasse os juros seria muito alto”**

Foto: Marcelo Freire

**Claudio Conceição e Solange Monteiro, do Rio de Janeiro**

Quando no quarto trimestre de 2023 o mercado se enchia de otimismo com o início do ciclo de cortes da Selic, prevendo que esta poderia chegar aos 8% ao ano, José Júlio Senna sinalizava no Boletim Macro do FGV IBRE que dificilmente esse movimento chegaria abaixo dos 10%. Nesta conversa para a *Conjuntura Econômica*, realizada uma semana depois de o Copom voltar a subir a taxa básica de juros, de 10,5% ao ano para 10,75%, Senna recorda essa projeção. “Um dos aspectos mais importantes em toda essa discussão sobre até que ponto o Banco Central continuará reduzindo

a taxa Selic tem a ver com a constatação de que o ciclo de queda da taxa básica de juros foi iniciado sem que as condições para isso estivessem inequivocamente preenchidas”, afirma, lembrando que esse quadro não mudou, com o balanço assimétrico de risco apontado pelo próprio BC. Além de esmiuçar os recentes movimentos na política monetária brasileira, o ex-diretor do BC também lança um olhar cauteloso para o movimento de corte dos juros nos Estados Unidos. “A questão agora é sustentá-lo, pois a demanda ainda não está contida como seria desejável”, afirma.

**Conjuntura Econômica — Em setembro, o Banco Central anunciou uma alta de juros, de 25 pontos-base, na contramão dos movimentos que se observam nas principais economias do mundo. Em vários depoimentos, sua análise foi de que esse movimento já deveria ter começado. Como avalia a posição recente do Comitê de Política Monetária (Copom)? Levando em conta as estimativas de mais aumentos para 2024, quais impactos podemos esperar?**

De fato, na reunião do Copom de julho, o quadro inflacionário no Brasil já tinha uma cara muito feia. Não havia sinal inequívoco de que o ambiente inflacionário estava ficando melhor: as expectativas de inflação se mostravam desancoradas, acima da meta; a economia se apresentava significativamente aquecida, surpreendendo para cima o tempo todo, e o mesmo pode ser dito do mercado de trabalho. Vários membros do Copom já entendiam que o balanço de risco era assimétrico, ou seja, que as projeções oficiais de inflação possivelmente estariam subestimando a própria inflação projetada. E as discussões fiscais não traziam qualquer conforto significativo. Além de tudo isso, a curva de juros prevista pelo mercado indicava aumento de juros. Desse modo, em julho, a situação já era desconfortável do ponto de vista da condução da política monetária.

Diante desses dados, a rigor, em julho o Banco Central deveria ter sinalizado que a partir de setembro o ciclo de alta de juros seria retomado. Todavia, optou por não fazer qualquer alteração na sinalização sobre o balanço de riscos, evitando também sugerir aumento de juros em setembro. Diria que isso aconteceu por dois motivos.

O primeiro foi evitar a interpretação de que estaria provocando o governo federal. Vale lembrar que, naquela época, o ministro da Fazenda, Fernando Haddad, estava às voltas com contingenciamentos, e o presidente Lula ressaltava o compromisso com a responsabilidade fiscal — independentemente de o entendimento do presidente da República acerca do que seja responsabilidade fiscal fosse, ou não, o mesmo do de outras pessoas. Para o Banco Central, que vivia um período de trégua com o governo, depois de várias cobranças sobre o nível do juro básico, era complexo assumir uma posição firme, naquele momento. O segundo motivo tinha a ver com a possibilidade de o banco central americano, o Fed, dar início a um ciclo de baixa de juros, em setembro, algo que acabou se confirmando. Isso deixou no ar uma esperança de que a política monetária americana pudesse nos ajudar de alguma maneira, embora particularmente eu não considere expressivo o potencial de tal iniciativa, no sentido de efetivamente contribuir para o combate à inflação no Brasil. Acredito que os diretores do Banco Central pensem da mesma maneira. Contudo, de qualquer modo, era uma esperança que cabia alimentar.

#### Por quê?

Vale lembrar que o que importa para a inflação brasileira, e para a ação do BC, não é a inflação corrente, mas a de lá adiante. De que forma o Fed poderia ajudar? Ao cortar os juros nos EUA, o diferencial de juros com o Brasil aumentaria. Isso, em tese, fortaleceria o real, o que por sua vez poderia reduzir as pressões inflacionárias. Mas movimentos de câmbio não acontecem

somente na esteira de determinadas variações do diferencial de juros. No mundo desenvolvido, por exemplo, é considerado básico acompanhar o diferencial de juros e o diferencial esperado de crescimento econômico. O motivo é fácil de entender: um país que apresenta um crescimento econômico robusto tem vantagem sobre um país que tem uma economia com tendência de estagnação ou de crescimento modesto. Por trás disso está a ideia de que, com crescimento econômico, as oportunidades são muito maiores para tudo: para aplicações de *private equity*, para fusões e aquisições, para expansão de negócios de modo geral, bolsas de valores, títulos de renda fixa; tudo fica melhor com crescimento econômico. A tendência é de os recursos internacionais migrarem para o país que apresente um potencial de crescimento maior. Então, a diferença de juros é um fator importante, mas o diferencial de crescimento econômico também é. Quando a comparação é feita com o Brasil, a gente ainda tem de levar em conta o diferencial de risco. Não adianta o Brasil ter um potencial de crescimento econômico superior ao dos países desenvolvidos se a percepção de risco aqui é muito maior. Uma coisa pode compensar a outra. Assim, não é garantido que um diferencial de juros mais favorável para o Brasil atraia fluxos estrangeiros e faça com que os investidores internacionais decidam aumentar a alocação de recursos para os mercados financeiros brasileiros. No fundo, é tudo uma questão de alocação de portfólio. Não é propriamente uma questão de fluxos, mas de equilíbrio de estoques, que é como funciona o mercado de câmbio, em qualquer parte.

Note-se, adicionalmente, que, mesmo na hipótese em que o dife-

rencial de juros favorável ao Brasil produza uma apreciação significativa do real, é importante levar em conta que os efeitos tendem a ser de curto prazo. Em essência, movimentos de câmbio tendem a influenciar o comportamento da inflação por cerca de três trimestres, e perdem força a partir de então. E, como dissemos antes, a questão fundamental do Brasil de hoje no campo da inflação não é propriamente a inflação corrente, mas a perspectiva da inflação para o chamado horizonte relevante – que agora em outubro é o segundo trimestre de 2026. Se a inflação corrente ficar um pouco melhor porque o câmbio experimentou uma apreciação, não é uma coisa tão relevante. Em suma, isso significa que a decisão do BC foi norteada, fundamentalmente, pelo desejo de ganhar tempo até setembro chegar.

Nesse intervalo, vieram posicionamentos dos diretores do Banco Central, em particular do diretor indicado para presidir a organização a partir de 2025, Gabriel Galípolo, declarando que identificava um viés assimétrico. De fato, a partir de julho, não tivemos qualquer sinal de melhora. Em particular, o crescimento econômico mostrou-se mais pujante, acarretando pressões inflacionárias adicionais. E, como o Banco Central passou a engrossar a voz, dando sinais de que algo deveria ser feito, não havia alternativa: “ajoelhou, tem que rezar”. O custo para a reputação do BC caso não elevasse os juros em setembro seria muito alto, por dois motivos: pelos fundamentos que mencionei – expectativas desancoradas, inflação acima da meta, economia aquecida – e pela sinalização que os dirigentes do BC fizeram.

**O mercado já projeta mais duas altas para este ano, em um momento de transição na liderança do BC – a primeira desde o mandato fixo garantido pela lei de autonomia do Banco Central, sancionada em 2021. Considera que esse contexto poderá influenciar as decisões, levando a um ajuste menor que o necessário?**

No Seminário de Análise Conjuntural de setembro cheguei a mencionar que esperava um aumento de 50 pontos e não de 25, como aconteceu. Minha preocupação era de que um aumento

---

“Diferencial de juros não necessariamente faz com que investidores queiram ter mais ativos brasileiros.

Há outros fatores em jogo: potencial de crescimento e percepção de risco”

---

de 25 pontos pudesse parecer modesto demais. Por quê? Se olharmos o histórico de política monetária desde o início do recente ciclo de alta, em 2021, vamos notar que, durante todo esse período, com oito reuniões do Copom por ano, houve um único movimento de 25 pontos. Tal constatação sinaliza duas coisas. A primeira é de que, na hora de enfrentar o surto inflacionário que veio com a pande-

mia, o BC julgou que 25 pontos era algo muito pouco significativo para dar conta do problema. A segunda é que, depois de a Selic ter atingido um patamar elevado, fica ainda mais claro que 25 pontos são realmente bastante modestos. É como se não fizessem cócegas. Minha apreensão era no sentido de que, na hipótese de o Banco Central anunciar 25 pontos de alta, o mercado poderia entender que as autoridades não estariam vendo tanta gravidade assim no quadro inflacionário atual. Isso certamente reduziria bastante a força do movimento. Mas a questão é que ele foi muito além. Não se restringiu a elevar a Selic em 25 pontos. No próprio comunicado da reunião de setembro, o BC foi claro ao indicar que o hiato de produto agora é positivo – ou seja, a economia opera acima de sua capacidade – e que o balanço de riscos é assimétrico. Ou seja, não apenas as projeções da inflação estão acima da meta, mas possivelmente subestimam a inflação que teremos no futuro. A projeção para o horizonte relevante subiu de 3,4% para 3,5%, estimativa confirmada no Relatório Trimestral de Inflação de setembro. Não se trata de uma alta muito significativa, mas cabe lembrar que isso acontece a despeito de a trajetória da taxa Selic (que serve de base para as projeções) ter sido elevada (pesquisa Focus, do BC). Então, mesmo revendo a Selic para cima, a projeção de inflação se elevou, tanto para março, quanto para junho de 2026 – a partir deste mês de outubro, junho de 2026 é considerado o horizonte relevante. O comunicado trouxe ainda uma frase importante: “o cenário [...] demanda uma política monetária mais contractionista”. Dessa forma, os sinais da-

dos pelo BC eliminaram a apreensão que tínhamos de que os 25 pontos de alta seriam mal-recebidos.

Quanto ao que se pode esperar daqui adiante, acho que a perspectiva do mercado de um próximo aumento de 50 pontos, e outros 50 pontos na reunião seguinte, é realista. As considerações que venho fazendo desde o cenário de julho ressaltam que o quadro é de fato preocupante. É preciso agir com firmeza. Agora, além de dois aumentos de 50 pontos, o que mais podemos esperar? O regime de metas de inflação que temos no Brasil é equivalente a um regime de meta da projeção de inflação, porque mira a inflação um ano e meio adiante, aproximadamente. Sendo assim, na manipulação da política monetária, por meio do juro básico, o BC caminha no escuro, pois busca levar para a meta uma inflação que ele ainda não enxerga. O que viabiliza todo o processo é o acompanhamento de uma variável intermediária, que precisa preencher dois requisitos. Precisa estar minimamente sob o controle da autoridade monetária e ser bem correlacionada com a própria inflação. A variável que preenche esses dois requisitos é a projeção da inflação para o horizonte relevante, obtida por meio de modelos econométricos. Essa projeção costuma responder bem a manipulações dos juros básicos da economia. Recorrendo-se a tais modelos, é sempre possível estimar o nível da taxa Selic necessário para levar (e supostamente manter) a inflação para a meta.

Uma questão importante nos dias de hoje é a seguinte: terá o BC condições de levar a taxa básica de juros para o nível que o modelo diz ser suficiente para garantir o cumprimento

da meta, qualquer que seja essa taxa? Talvez não. Especialmente porque, de modo geral, o mundo já ingressou num novo ciclo de baixa de juros, enquanto a nossa taxa básica caminha para cima, na contramão. Independentemente desse fator, para o BC, já seria difícil sustentar uma Selic suficientemente restritiva, por longo tempo. Nas circunstâncias atuais, isso fica ainda mais complicado.

O episódio relacionado com o ciclo de baixa dos juros iniciado em 2 de agosto de 2023 ilustra o nos-

---

“Hoje o BC tem condições de levar a taxa básica de juros para um nível que o modelo está dizendo que garante o cumprimento e a manutenção da meta? Talvez não”

---

so ponto. Na época, a Selic estava em 13,75% ao ano e o movimento do BC foi de redução de 50 pontos. Num texto que escrevi para o Boletim Macro do IBRE de outubro do ano passado, (<https://go.fgv.br/HRKxdK7sCeo>) afirmei que o ritmo inicial de queda dos juros não seria mantido por muito tempo. Seria reduzido para 25 pontos em algum momento. Ponderei também que a

Selic não cairia abaixo dos 10% ao ano. Na ocasião, muitos falavam em Selic de 8%, 8,5%. No Boletim, entretanto, estávamos firmes em sustentar que não chegaria a 10%. Acrescentei que “um dos aspectos mais importantes em toda essa discussão sobre até que ponto o Banco Central continuará reduzindo a taxa Selic tem a ver com a constatação de que o ciclo de queda da taxa básica de juros foi iniciado sem que as condições para isso estivessem inequivocamente preenchidas”. Isso porque as expectativas e as projeções para a inflação estavam acima da meta, e a discussão de política fiscal mostrava-se longe de bem-equacionada. Apontei que nem por isso o BC teria que deixar de cortar juros naquele momento, pois a corda já estava esticada demais. Não dava para postergar a queda, a despeito de as condições não serem de fato ideais para iniciar um ciclo de queda.

Da mesma forma que compreendi o problema naquele momento, acho que temos de reconhecê-lo agora, pois o quadro não mudou. O problema é o mesmo. O Banco Central não vive no limbo, é parte da sociedade. Por conseguinte, as decisões da autoridade monetária necessariamente envolvem um cálculo político. O duro é que isto acaba tendo um custo, como ilustra o curto ciclo de baixa que tivemos.

Agora, depois de duas reuniões em que se freou o corte, estamos elevando os juros de novo. Ou seja, a Selic a 13,75% ao ano não se sustentou por muito tempo.

De volta ao momento atual, cabe ressaltar que hoje em dia ficou muito difícil você ter um mínimo de noção acerca do comportamento da política fiscal no Brasil. Em países como o

nosso, em que o peso do fiscal sobre a política monetária é muito grande, a incerteza sobre as projeções de inflação também é grande. Fica tudo muito incerto, excessivamente volátil. Hoje em dia, o comportamento das contas públicas sofre pesada influência de ações da Suprema Corte — entre outras coisas, discute-se, por exemplo, rever parte da reforma da previdência, o que pode representar um importante impacto fiscal. Tem-se também o Congresso, com propostas “gastadoras”, como a do presidente do Senado, relacionada com a renegociação da dívida dos estados, para dar apenas um exemplo. No Executivo, vemos propostas que tentam driblar o arcabouço fiscal, com um ímpeto gastador acentuado. Tudo isso dificulta os exercícios de previsão. Mesmo que se consiga fazer uma projeção de Selic para levar a inflação à meta, tem as surpresas ao longo do tempo, relacionadas com o lado fiscal. O comportamento recente da política fiscal certamente teve um peso importante nas novidades do Copom de setembro — o hiato positivo e o balanço assimétrico de risco. A economia está aquecida, e não é à toa: podemos ver o comportamento do consumo das famílias, que está muito forte. A coordenadora do Boletim Macro, Silvia Matos, mostrou recentemente que, na margem, o crescimento do consumo das famílias chegou a 8,0% em termos reais. Isso não está solto no espaço. Há um volume de transferências do setor público para o setor privado muito grande, fora outros gastos do governo, que ajudam a manter aquecidos o setor privado e o mercado de trabalho. E isso faz a economia trabalhar acima do limite da sua capacidade.

Assim, é possível estimar a Selic compatível com o cumprimento da meta, mas não há como assegurar que seria capaz de efetivamente cumprir o objetivo, devido às surpresas que não param.

#### **Até onde o atual ciclo de alta da Selic pode ir?**

Não é fácil prever, por todas as questões que mencionei. Consigo ver duas altas de 50 pontos com certa tranquilidade, mas até onde isso vai, eu não

---

“Em países como o  
nosso, em que o peso  
da fiscal sobre a política  
monetária é muito  
grande, a incerteza sobre  
as projeções de inflação  
também é enorme”

---

sei. Em suma, há sérias dúvidas sobre até que ponto o BC conseguirá elevar a Selic com o objetivo de levar a inflação para a meta de 3%. Na verdade, é difícil estimar até mesmo que nível seria esse, caso queiramos considerar todos os riscos envolvidos.

#### **Recentemente, o governo reduziu a contenção de despesas no Orçamen-**

#### **to de 2024, o que de certa forma ilustra a dificuldade em cortar despesas. Como avalia esse desafio?**

O fundamental aqui é reconhecer que, sozinha, a política monetária não conseguirá controlar efetivamente a inflação. O apoio da política fiscal é de crucial importância. Muitas vezes acreditamos que os juros reais foram suficientemente elevados para dar conta da inflação. Mas se a expansão fiscal se mostra excessiva, o objetivo final não será atingido. A inflação será mais elevada do que o pretendido.

Em reforço da ideia de que o ideal é que consigamos evitar um quadro de inflação elevada talvez caiba lembrar que a evidência empírica internacional é muito clara. Dela não se consegue escapar: quanto mais alta, mais instável fica a inflação. É muito mais difícil manter estável uma inflação de 5,0% ou 7,0% do que uma de 2,0% ou 3,0%. Nos casos em que a inflação é mais alta, um expressivo choque de preços tende a torná-la ainda mais elevada, com certa facilidade. Daí a importância de perseguirmos meta que nos aproxime da estabilidade de preços. É uma grande pena, portanto, que as dificuldades para conter as despesas públicas tenham impossibilitado chegarmos a um quadro de preços baixos e estáveis. Minha esperança é de que um dia nos convençamos de que tal situação é muito boa para todo mundo, ou seja, para as famílias, para as empresas e para o governo.

#### **Da mesma forma que imaginava corte mais incisivo no Brasil, no Seminário de Análise Conjuntural sua recomendação foi de um movimento mais suave de corte pelo Fed, que tampouco aconteceu. Qual sua**

**avaliação nesse caso – levando em conta o desafio do Fed de orquestrar um mandato dual, que olha para a inflação, mas também para o mercado de trabalho?**

Acho que o grande desafio para o Fed é realmente consolidar a queda da inflação. Em Jackson Hole, Jerome Powell (presidente do Fed) afirmou que a desinflação decorreu de três fatores: da dissipação dos choques que vieram com a pandemia; da contenção de demanda associada com o aperto monetário; e do fato de as expectativas terem se mantido bem-comportadas. Essa análise não destoia da maior parte das opiniões de quem estudou o assunto. Sem dúvida, a dissipação dos choques foi um elemento fundamental. Existe um indicador de pressões nas cadeias de valor decorrentes de gargalos de oferta em nível global, e ele indica que desde 2022 houve uma melhora que ajudou muito na desinflação. A questão da contenção de demanda por meio da política monetária precisa ser qualificada. Por certo, a política monetária acabou tendo um efeito contracionista importante sobre alguns segmentos – o da construção civil com toda certeza, haja vista que o custo das hipotecas novas chegou a praticamente 7,0% ao ano. Mas acho que o efeito maior da política monetária foi o de promover a reversão da alta das expectativas de inflação que estava em curso na primeira fase do surto inflacionário. Quando o Fed começou a ajustar o juro – em março de 2022, e com um certo atraso – as expectativas de inflação, que mostravam tendência altista, viraram para tendência baixista. Foi uma contribuição extraordinariamente importante da política monetária. Evidências empíricas indicam que, de modo geral, o mercado de *commodi-*

*ties* responde muito favoravelmente à política monetária global e certamente aqui também se percebe a influência dessa política. No tocante à contenção da demanda em termos mais amplos, cabem algumas considerações.

Existem duas medidas de comportamento da demanda nos Estados Unidos: as vendas finais para consumidores privados e as vendas finais para consumidores domésticos. Independentemente da medida de preferência, em termos reais, a média anual de crescimento dessas medidas foi

---

“Há dois ingredientes que fatalmente prejudicam o crescimento econômico: distorções provocadas pela inflação, prejudicando a alocação de recursos na economia, e o juro real alto”

---

muito perto de 3,0%. É muito crescimento, e que não começou na semana passada. É coisa de mais de um ano e meio. Por conseguinte, a política monetária americana não segurou a expansão da demanda de maneira mais abrangente. A perspectiva de um pouso suave da economia americana fez com que, a partir de 2023, o comitê de política monetária do Fed aliviasse um pouco o discurso. A

demanda doméstica fora muito bem contida em 2022, mas ela se recompôs a partir de 2023, quando o Fed “tirou o pé”. Tivemos desinflação, sem dúvida, mas, fora a já destacada contribuição do Fed, boa parte da perda de ritmo da inflação pode ser atribuída à reversão dos choques trazidos pela pandemia e a alguns outros fatores dissociados da política monetária. Referimo-nos, por exemplo, ao aumento da oferta de trabalho, decorrente da recuperação da taxa de participação, especialmente da população na faixa entre 25 e 54 anos, e do fluxo migratório. Os ganhos de produtividade do trabalhador americano, que se tornaram mais robustos a partir de 2023, também ajudaram. Outro fator sem relação direta com a ação do Fed foi o histórico de inflação baixa no período anterior à pandemia, época do fenômeno da estagnação secular. De fato, após a grande crise financeira, a média da inflação do Estados Unidos foi de 1,5%, ou 1,6% a.a., e isso contribuiu sobremaneira para dar credibilidade ao banco central dos Estados Unidos. Claro, isso não significa negar o importante papel da política monetária na contenção das expectativas e, consequentemente, da própria inflação.

Sobre a decisão de cortar a taxa básica de juros em 50 pontos, em setembro, Jerome Powell explicou que teve a ver com seu desejo de dar um começo firme ao novo ciclo de baixa. Foi o que chamou de *a good start*. Com isso, acrescentou, queria sinalizar seu compromisso com o pouso suave da economia, evitando ficar “atrás da curva”.

Para o bom entendimento do desafio atualmente enfrentado pelo Fed, faz-se preciso notar o voto dissidente

de Michelle Bowman, integrante do *board* da organização. O relevante aqui é ressaltar que membros do *board* raramente discordam da decisão final do comitê. Havia quase 20 anos que isso não acontecia. A lei definiu a composição do comitê (FOMC) de maneira a que o comando das decisões ficasse nas mãos do *board*. Dos 12 votantes em cada reunião, sete são do *board*. Eles raramente discordam. A última discordância ocorreu em 2005. Esse episódio recente foi tão fora da curva que ela acabou inserindo um comunicado no *site* do Fed, explicando o seu voto. Os dissidentes, em geral, são presidentes dos bancos regionais.

Os chamados *dot plots*, que são os gráficos de pontos nos quais os participantes indicam o que acha que vai acontecer com inflação, crescimento, juros e inflação, contam com a participação dos 19 membros do comitê. Desses 19, dois acham que o juro básico não tem que cair mais, e sete entendem que tem de cair uma só vez mais, neste ano. Esses sinais transmitem uma certa ideia de cautela. O que me preocupa é que, se não acontecer uma desaceleração da absorção doméstica, não será possível manter a inflação no patamar ao qual chegou. Como já assinalamos, alguns fatores que ajudaram na desinflação tiveram a ver com o lado da oferta da economia, com o histórico de inflação baixa do período da estagnação secular, com o reequilíbrio das cadeias de produção, não estando relacionados a ações do Fed comandado por Powell. A questão agora é sustentar tudo isso, porque a demanda ainda não está contida como seria desejável para que a inflação fique realmente baixinha.

**Voltando ao Brasil, recentemente a autonomia financeira do Banco Central brasileiro ganhou o debate, suscitando tanto apoio quanto críticas – por exemplo, de que o projeto em questão teria ido longe demais, sob argumentos de que para garantir um orçamento para o BC não era necessário tirá-lo da LDO. Qual sua opinião?**

A autonomia operacional já está assegurada, ficou muito boa, mas se não há autonomia financeira, não se pode falar de autonomia plena. E o

---

“(Nos EUA), o que me preocupa é que, se não acontecer uma desaceleração da absorção doméstica, não será possível manter a inflação no patamar no qual ela chegou”

---

BC não está conseguindo manter os seus quadros, lembrando que é uma instituição que sempre primou por profissionais de alto nível – muitos inclusive treinados na FGV EPGE. O orçamento do BC está apertado. Agora, entendo as dificuldades de natureza política, porque o argumento que vale para o BC supostamente vale também para outros órgãos de governo que precisariam ter uma ação mais

independente da administração federal e não conseguem, porque ficam pendurados no orçamento público. Entendo que é muito complicado, porque se você entrega essa autonomia para o BC, por que não entrega para a Receita Federal, ou para o Ibama, por exemplo? Mas tenho claro que, no caso do BC, sem autonomia orçamentária, não há autonomia plena. E seria muito bom tê-la, como acontece em outros países, como nos Estados Unidos.

É interessante notar que, no caso americano, a liberdade de que desfruta a autoridade monetária não faz com que seus dirigentes esqueçam o fato de que tal independência é outorgada, e precisa ser cuidada. Em livro recente, Nick Timiraos, do *The Wall Street Journal*, registra um depoimento de Powell no qual o *chairman* revela gasto muito tapete de sala de espera no Congresso americano, para conversar com os senadores, debater, e explicar as ações do banco. Ben Bernanke, que presidiu o Fed de 2006 a 2014, tem uma frase ilustrativa sobre essa relação. Em seu livro mais recente, *21st century monetary policy*, o autor relata uma pergunta que lhe fizeram ao final de sua administração. A pergunta versava sobre que ensinamento ele daria a um banqueiro central em início de carreira. A resposta foi curta: “não se esqueça, o Congresso é o seu chefe”. Como os tempos mudaram! Montagu Norman, que, no começo do século passado, por mais de duas décadas presidiu o Banco Central da Inglaterra, costumava dizer: “nunca se explique, jamais se justifique”. Realmente, o mundo agora é outro. A comunicação e a transparência são fundamentais nas gestões dos banqueiros centrais. ■