



BANCO CENTRAL DO BRASIL

**Pronunciamento do Diretor de Política Econômica,
Diogo Guillen, no 4º Seminário MacroLab de
Conjuntura - FGV EESP**

**27 de novembro de 2025
FGV EESP, São Paulo**

Introdução

Boa noite a todos.

No evento de hoje, por ser minha última fala pública, excetuando-se a da coletiva do Relatório de Política Monetária, farei algo diferente. Não falarei sobre conjuntura, tampouco farei a sessão de perguntas e respostas usual.

Nesta noite, gostaria de fazer algumas reflexões sobre os quatro anos de meu mandato, tratando de alguns temas ou entregas que julgo terem sido relevantes na minha passagem no Banco Central. Ressalto, desde já, que as entregas coincidem com o período de meu mandato, mas não devem ser atribuídas exclusivamente a mim de forma alguma.

O Banco Central é um órgão de Estado e seus funcionários são e se reconhecem como servidores do Estado. O compromisso dos funcionários aliado à excelência na formação e na experiência, atributos já tão ressaltados, ganham uma dimensão maior quando se tem, como é o caso, funcionários dedicados e servindo ao País. Por esses motivos, arrisco dizer que isso é parte do que torna essa instituição algo especial.

Obviamente, no Banco Central há inúmeras decisões a serem tomadas, mas vou enfatizar as entregas relacionadas ao processo decisório do Copom e à área de política econômica, a qual tive a honra de conduzir de 2022 a 2025.

Chamo a atenção ao processo decisório e não a uma decisão específica de política monetária. Não vou falar de decisões particulares ou de conjunturas históricas, mas sim do processo.

Para o público, a parte mais visível e de interesse mais imediato é a decisão. Mas por trás dela, há todo um processo estruturado que permite se ter dados, análises e pesquisas organizados de forma a embasar tecnicamente a decisão e garantir um fluxo contínuo de informação.

Divido então o texto em quatro temas que representam grande parte do processo decisório. Na primeira parte, abordarei os dados, tratando da produção de estatísticas. Na segunda parte, tratarei da análise, ressaltando, inicialmente, o lado acadêmico, depois a análise conjuntural e o papel fundamental do corpo técnico nessa análise. Na terceira parte, abordarei o

processo em torno da decisão em si. Por fim, tratarei de alguns temas de comunicação, parte relevante do processo decisório.

Estatísticas

Eu costumo dizer, em falas públicas e privadas, que o Banco Central reúne, em seus servidores, características fundamentais como o rigor, a imparcialidade, o compromisso e a excelência na produção estatística. Para não fazer elogios no vazio, menciono três aspectos fundamentais.

Em primeiro lugar, a defesa inegociável da excelência estatística. Um momento marcante foi quando se propôs uma regra orçamentária para o tratamento da apropriação dos saldos antigos de PIS/Pasep como receita primária para *funding* de investimentos. Em seguida, buscou-se uma interpretação desse mandamento constitucional como se fosse sobre metodologia estatística.

O Departamento de Estatísticas manteve interpretação diferente e produziu uma nota técnica amparada nos manuais internacionais enfatizando que as estatísticas do Banco Central são construídas para o acompanhamento da economia, e não fazem parte do processo orçamentário.

De forma semelhante, em ação direta de inconstitucionalidade junto ao Supremo Tribunal Federal, tentou-se judicialmente uma determinada classificação estatística ao Banco Central na compilação da estatística fiscal, determinando que apenas o valor nominal original do pagamento de precatórios fosse tratado como resultado primário.

Após longa e profícua interlocução institucional, o STF decidiu que a compilação estatística deveria ficar a critério dos órgãos competentes, um avanço institucional muito importante. Conto aqui esses episódios porque foi marcante ver o compromisso com a excelência das estatísticas.

Em segundo lugar, cumpre destacar o reconhecimento internacional na produção estatística. O Banco Central possui grande inserção internacional na comunidade estatística, participando ativamente de diversos comitês instituídos por organismos internacionais como o FMI, o BIS e a OCDE.

Em 2019, o Brasil foi o primeiro país da América Latina a concluir o processo de alinhamento ao SDDS Plus, certificado máximo que o FMI fornece na qualidade

estatística. Corroborando esse reconhecimento, sediamos eventos internacionais do G20, tais como a Conferência Global sobre a Iniciativa Data Gaps, e do FMI/BIS como o Workshop sobre Estatísticas de Finanças Climáticas, e não faltaram elogios à qualidade das estatísticas do Banco Central.

Por fim, a busca incessante pela melhor produção estatística passa pela revisão e atualização dos manuais, como estamos fazendo nas estatísticas fiscais e faremos em seguida nas contas externas (inclusive já nos adiantamos no caso dos criptoativos, no qual somos vanguarda nas estatísticas de balanço de pagamentos do mundo) e nas monetárias, com o objetivo de melhorar a qualidade e escopo, além de introduzir novas estatísticas.

Deixe-me então abordar algumas novas estatísticas e, sem me ater ao rigor técnico, aproveitar para mencionar alguns novos indicadores e sondagens (*surveys*).

Produzimos indicadores referentes ao muro inglês, na esteira da lei definindo um limite de pagamento de dívida de rotativo. Também introduzimos novas estatísticas de matrizes de patrimônio financeiro, que foram tema de um box do Relatório de Inflação (atualmente Relatório de Política Monetária, nosso RPM), e passamos a divulgar aberturas pelo lado da oferta do IBC-BR.

A mais recente adição foi a estatística de pagamentos por atividade econômica, em que passamos a publicar o *whom-to-whom* entre setores a partir das estatísticas do Pix. Ainda vamos dar maior publicidade a essa estatística que me encanta e representa o início de uma grande avenida de estatísticas de transações de pagamento para acompanhamento da economia em tempo real.

Além do aprimoramento do sistema de expectativas de mercado e do boletim Focus, introduzimos a Firmus, nova pesquisa do Banco Central com o setor não financeiro, com divulgação recorrente, que traz um importante retrato das expectativas e percepções das firmas do setor real da economia. Tal pesquisa já faz parte do instrumental usual de análise do Copom e tem contribuído também para o acompanhamento da sociedade.

Também aprofundamos nossa interação com o setor não financeiro aumentando a frequência de reuniões com entidades e empresas para coletar sua visão sobre a situação econômica, as quais são conduzidas pelo Departamento Econômico.

Por fim, a agenda é dinâmica e está em permanente renovação. Já temos uma série de entregas programadas para os próximos trimestres, assim como eu recebi uma lista quando ingressei no BC. E, reforço, essa continuidade e perenidade na agenda é um grande exemplo para os diferentes órgãos da administração pública, pois independe da gestão.

Pesquisa

A análise dos dados, por meio do acompanhamento da conjuntura e da construção analítica ou acadêmica dos fatos e dos dados, é talvez uma das partes mais fundamentais no processo decisório de política monetária.

Começo pela pesquisa, dividindo-a na escolha dos tópicos a serem abordados pela instituição, a forma de abordá-los e de como comunicá-los.

Os tópicos de pesquisa e a escolha de temas são muito importantes e, ao longo do tempo, e aqui me refiro a períodos inclusive anteriores aos quatros anos que estive no BC, construímos um arcabouço robusto para a escolha de tópicos a partir de uma agenda de pesquisa alinhada com o mandato institucional do Banco Central.

No período mais recente, fizemos algumas reformulações na governança da pesquisa, com revisões da agenda e publicaremos uma nova agenda de pesquisa nas próximas semanas. Em Macroeconomia e Finanças, o foco recairá sobre o aprimoramento de modelos e ferramentas voltados à estabilidade monetária e financeira, com destaque para estudos sobre PIB potencial, mercado de trabalho, inflação, regime de metas e canais de transmissão da política monetária, todos temas essenciais para o bem-estar financeiro da população.

Na área ligada ao Sistema Financeiro Nacional, as pesquisas visam a fortalecer a robustez e a eficiência do sistema, abordando riscos sistêmicos e ambientais, concorrência, regulação dos principais mercados, inovações tecnológicas como Pix e *Open Finance*, e temas de Cidadania Financeira, como inclusão, educação e proteção do consumidor.

Complementar a isso, introduzimos maior governança com critérios transparentes para a escolha de tópicos e para a seleção de pesquisadores externos com interesse em coautorar ou trabalhar em parceria com os pesquisadores do Banco Central.

Também introduzimos, ao longo dos últimos anos, o programa de estágio de pós-graduação em pesquisa do BC, que já possibilitou que 22 alunos de mestrado e doutorado trabalhassem em temas de pesquisa com pesquisadores do Banco Central.

Além disso, estamos começando o projeto piloto da sala de transparência de dados – nosso futuro Laboratório de Microdados – com alguns pesquisadores, que permitirá que pesquisadores externos analisem de forma anonimizada os dados do BC para fins acadêmicos.

Começaremos com a pesquisa Focus e com dados sintéticos representativos de transações de pagamento e, gradualmente, vamos incorporando outras bases de interesse. Ao longo do próximo semestre já faremos a primeira chamada de pesquisadores para além do projeto piloto. Isso permitirá aumentar a escala da pesquisa e responder ainda mais perguntas cruciais que contribuem para um processo decisório mais fundamentado.

Mas de pouco serve uma pesquisa bem realizada se não for bem comunicada. A pesquisa deve ser bem comunicada e pretendemos sempre apresentar a diferentes grupos de leitores. A pesquisa no BC sempre busca a excelência, mas assume um papel importante também no debate de política econômica. Essa interação tem ocorrido com alguns resultados de pesquisa migrando para apresentações no Copom ou estudos iniciais que foram para o Copom tornando-se artigos acadêmicos.

Além disso, lançamos o BC Blog, nos alinhando a bancos centrais como BoE, FED e Banque de France. O texto do blog tem a ambição de trazer análises econômicas profundas, mas com linguagem mais acessível e menos hermética do que a de um texto acadêmico. A produção de textos tem sido bastante expressiva e contribuído bastante no entendimento dos principais temas de atuação do Banco Central. Foram 35 publicações em cerca de dois anos.

Com o mesmo objetivo de aproximar a pesquisa e aumentar a prestação de contas com a sociedade, lançamos a página de pesquisadores do BC, mostrando os interesses e publicações dos pesquisadores do Banco Central.

Nossa série Trabalhos para Discussão ultrapassou a marca de 600 publicações (atualmente no número 635). Nesse sentido, veículo importante de desenvolvimento e discussão da pesquisa no Banco Central tem sido sua

Conferência Anual, com a participação de grandes nomes da literatura como *keynote speakers* e elevado número de artigos submetidos. No último evento, foram mais de 370 submissões.

Como vocês sabem, a Conferência Anual resultou da fusão de dois marcos na nossa história: o Seminário de Metas para a Inflação, realizado no Rio de Janeiro, e o Seminário de Estabilidade Financeira e Economia Bancária, realizado em São Paulo. Essa unificação fortaleceu o evento, ao mesmo tempo que refletiu/destacou a interdependência dos diferentes temas tratados pelo BC.

A opção por realizar na sede de Brasília, que inicialmente nos deixava apreensivos, hoje é vista como muito apropriada, reduzindo custos e oferecendo uma infraestrutura mais adequada para uma conferência de alto nível.

Por fim, gostaria de fazer um leve desvio nos temas e falar um pouco de estabilidade financeira. Consolidamos o Relatório de Economia Bancária (REB) e o Relatório de Estabilidade Financeira (REF).

Nessa mesma área, passamos a publicar trimestralmente os resultados da Pesquisa de Estabilidade Financeira e da Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito, conduzidas junto a instituições financeiras. Tais publicações fornecem um importante retrato das condições de crédito e da estabilidade do sistema financeiro.

Análise da Conjuntura

Lembro que, quando cheguei ao Banco Central, fiquei muito impressionado com a profundidade e a qualidade dos estudos feitos internamente para acompanhamento de conjuntura.

Passados quatro anos, convivendo diariamente, sigo muito impressionado, ainda que um pouco mais acostumado com o nível da entrega. Para evitar injustiças e esquecimentos com estudos passados, sugiro apenas que vejam o último Relatório de Política Monetária (setembro de 2025), com a qualidade dos estudos sobre crédito consignado, inadimplência, mercado de trabalho, comunicação de política monetária e projeções em geral.

São apenas alguns exemplos da qualidade da análise. E esses são apenas os estudos divulgados no RPM. Outros começam como subsídios para discussão

nas reuniões do BIS, como o tema da política fiscal expansionista que pode ter impactos contracionistas, ou o nível ótimo de comunicação e transparência dos BCs. Bom, poderia realmente gastar bastante tempo destacando diversos exercícios analíticos que foram fundamentais no processo decisório.

Mas o Banco Central tampouco deve se fechar e utilizar apenas análises internas. Nesse aspecto, reformulamos as reuniões com economistas, reduzindo as reuniões bilaterais e aumentando a frequência das reuniões trimestrais com grupos menores de economistas. Processo ainda em curso, essas reuniões servem para o Banco Central captar percepções e análises de diversos participantes do mercado ao longo do tempo e incorporá-las, quando julgar apropriado, em suas análises.

Por fim, nada disso é possível sem pessoas. O Banco Central passou cerca de dez anos sem concursos e com redução de renda real. Não é preciso ser um ás na área de recursos humanos para se imaginar como isso afetou o ambiente da instituição.

Trabalhei, sem sucesso até agora, no aprimoramento da autonomia do Banco Central, buscando transformá-lo numa instituição mais similar aos nossos pares de referências ao redor do mundo, incorporando as necessárias autonomias orçamentária, financeira e administrativa.

A autonomia permitiria aprimorar nossas competências, notadamente no perímetro regulatório, bem como reter e atrair quadro próprio de excelência, sem vinculação técnica ou administrativa com outro órgão, de modo a assegurar ao BC as condições necessárias para o fiel e contínuo cumprimento da missão de zelar pela estabilidade monetária e financeira do nosso país. Diria que, na “função de produção” do Banco Central, o capital humano contribui com 90% do produto.

Processo decisório

Um bom processo decisório começa por se saber o objetivo da decisão. Esse foi um grande tema ao longo de 2023, quando da discussão da meta de inflação e do aprimoramento do regime de metas para a inflação.

Após grande debate público, o governo aprovou a implantação do chamado regime de meta contínua e o CMN definiu a meta de 3%. Ainda que a discussão

àquele momento tenha trazido volatilidade, a solução foi extremamente benéfica para o país. Não há mais incertezas sobre o arcabouço monetário ou sobre a determinação da meta, a qual sempre acontecia no sistema de ano-calendário.

Mas o que gostaria de enfatizar não é a decisão, mas a capacidade e maturidade técnica do Banco Central para oferecer subsídios à decisão. Ao longo de cerca de dez anos, diferentes pesquisadores vinham fazendo análises sobre o arcabouço monetário mais apropriado para o país. Isso envolvia desde simulações estatísticas a reflexões sobre textos e decretos que deveriam ser alterados. Assim, quando o debate se colocou, o Banco Central tinha uma opinião já amadurecida sobre cada uma das diversas opções que poderiam ser colocadas em prática.

Um bom processo decisório também passa por uma boa governança. Aqui, faço referência ao Ciclo do Copom. Após longa experiência de vários servidores envolvidos no Copom e considerando o *benchmark* internacional, aprimoramos e publicamos o Sistema de Análise e Projeções do BC no Relatório de Inflação (atual RPM) e no nosso site.

Nessa publicação, oferecemos uma pequena amostra da governança robusta construída no que denominamos “Ciclo do Copom”. Reuniões de abertura, projeções e encerramento ganharam espaço, com a definição de participantes e temas a serem tratados. O Ciclo do Copom, como chamamos internamente, começa quatro semanas antes e tem um calendário próprio robusto, incluindo reuniões sobre hipóteses, diferentes temas de economia internacional e doméstica.

Hoje, tenho plena confiança em afirmar que temos uma governança de processo decisório de política monetária que não fica atrás de qualquer outro Banco Central. Conseguimos conjugar robustez no processo sem perder agilidade quando necessário.

Com objetivo bem definido, boa governança e análise bem fundamentada, o processo decisório torna-se mais fácil. Não à toa, costumo dizer, que os avanços institucionais, tais como a autonomia, e avanços no arcabouço monetário, como a meta contínua, levarão a uma menor relevância da figura individual do membro do Copom.

O processo se torna tão robusto que vontades e preferências individuais vão perdendo importância, o que é extremamente positivo.

Dito isso, queria parar um momento aqui para refletir sobre o processo decisório do Copom. Trabalhei sob 2 presidentes do BC e com 13 diretores diferentes. Qual não foi a honra de trabalhar com esse grupo em que, posso afirmar que todos viraram amigos. É claro que houve divergências e sobre os mais diversos temas. Isso é sempre salutar. Agora, nada que tenha mudado nossas tradições de pizza no jantar, infinitos e frequentes almoços entre todos ou, de forma mais substancial, que tenha impedido a exposição e apreciação das opiniões sinceras de todos. O debate sempre prevaleceu e o espírito da Diretoria, Colegiada no próprio nome, se manteve em todos os momentos.

Comunicação

A comunicação no Banco Central tem sido pensada em diferentes camadas. Ao mesmo tempo em que se quer manter o rigor técnico e linguístico na interlocução com especialistas, objetiva-se atingir um público mais amplo, exigindo uma linguagem cidadã. O balanço é delicado e comento aqui algumas das reformulações que fizemos.

Começamos pelo Relatório de Inflação, rebatizado de Relatório de Política Monetária com a introdução do regime de meta contínua. Do lado mais técnico, mantivemos análises densas, inclusive aumentando o número de boxes analíticos, e trouxemos um nível de transparência inédito.

O conjunto de informações que embasam as projeções condicionais apresentadas no Relatório foi ampliado de forma significativa, inclusive com a publicação de boxes recorrentes com estimações do hiato do produto e da taxa de juros neutra a partir de diferentes modelagens.

Reformulamos também o formato do Relatório e, em termos de diagramação, a adoção de uma coluna na verdade representa uma mudança mais profunda, que é a aproximação com o leitor, seja na apresentação ou no texto, também reflexo de um longo *benchmarking* que fizemos. Em particular, introduzimos o texto baseado em tópicos frasais de cada parágrafo, o que facilita a leitura mais rápida e dinâmica, como o FMI tem feito em seus trabalhos também.

Além disso, em linha com o ECB, passamos a publicar o Sumário Visual do RPM, um resumo com três ou quatro frases sobre cada um dos capítulos em linguagem mais cidadã.

A prestação de contas do processo decisório é crucial para o respeito, a reputação e a credibilidade de um Banco Central. Assim, comunicados e atas devem ser claros, transparentes e retratos fiéis da discussão do Comitê, como sempre buscamos.

O tema da comunicação sempre levanta paixões e assim continuará sendo, agora com modelos LLM entrando no debate. Já introduzimos instrumental de processamento analítico de texto na construção da comunicação e seguiremos fazendo isso, sem nos esquivarmos das nossas escolhas e da certeza de que há um elemento humano na produção e na compreensão do texto.

Bom, esse pronunciamento tem um ar um tanto saudosista e não tem como não o ser. Mas a convicção de que as pessoas passam, mas a instituição se mantém, reforça a minha crença de que as entregas seguirão e a excelência se manterá.

Obrigado.