

## ANÁLISE DE POLÍTICA ECONÔMICA

# A Política Monetária Brasileira Está Ficando Sem Espaço

*Isto não é um argumento para a complacência do Banco Central. É o oposto. Pela regra de Taylor convencional, o caso para novas altas de juros começa a ganhar contornos concretos: inflação acima da meta, demanda resiliente, expectativas mostrando sinais de desancoragem. O problema não é que o BC esteja sendo leniente demais. O problema é que ele está lutando contra forças antagonistas.*

## O MECANISMO

A demanda agregada responde à postura líquida da política econômica — não à Selic isolada. Quando o Copom sobe juros, o efeito contracionista pode ser parcialmente neutralizado se, no mesmo período, o governo expande crédito subsidiado, concede desonerações setoriais ou injeta demanda via bancos públicos sem que isso apareça no resultado primário.

É exatamente essa a configuração atual. Estimativas do FGV/IBRE apontam despesas financeiras autorizadas em 1,5% do PIB para 2026 (ante 1,3% em 2024) — um novo patamar estrutural. A XP estimou um impulso adicional de até 1,4 ponto percentual ao PIB de 2026 vindo da última onda de estímulos: crédito para caminhoneiros, taxistas, financiamento agrícola, renegociação de dívidas. Somado às desonerações setoriais que seguem em vigor, uma estimativa razoável do impulso parafiscal e quase-fiscal total fica na faixa de **1,5% a 2,0% do PIB** — grande o suficiente para neutralizar parte relevante do efeito de uma Selic em 14,25%.

*"O Banco Central não está falhando no combate à inflação. Está combatendo-a enquanto um impulso expansionista material e crescente trabalha contra ele — e esse impulso não aparece no resultado primário da forma que uma expansão fiscal convencional apareceria."*

## O QUE A REGRA DE TAYLOR DIZ

Inflação acima da meta, expectativas com sinais de desancoragem, hiato do produto próximo de zero ou positivo: a prescrição convencional aponta para mais aperto, não para pausa. É isso que torna a comunicação atual do BC difícil de conciliar com os dados.

A projeção oficial de convergência da inflação para o primeiro semestre de 2028 vem sendo empurrada para frente. Parte disso pode refletir uma defasagem de calibração: os modelos do BC incorporam variáveis fiscais e de crédito, mas se o canal parafiscal cresceu mais rápido do que essas premissas foram atualizadas, a desinflação esperada para um dado nível de Selic tende a ser otimista demais. Uma parcela relevante do esforço desinflacionário produzido pela

Selic pode estar sendo absorvida por uma expansão fiscal e quase-fiscal que opera na direção contrária, mais rapidamente do que o horizonte de convergência foi ajustado para refletir.

---

#### POR QUE O BC NÃO PODE SIMPLEMENTE SUBIR MAIS

Aqui mora a dificuldade real. A receita convencional — apertar até que a postura líquida seja restritiva o suficiente — esbarra na sustentabilidade fiscal.

Uma **condição de transversalidade**, em teoria de otimização dinâmica, é uma exigência de contorno que todo problema intertemporal bem definido precisa satisfazer. A intuição é simples: quando um agente otimiza ao longo do tempo, as equações de Euler definem uma família de trajetórias possíveis — mas só uma delas é ótima. A condição de transversalidade seleciona essa trajetória, impondo que o valor presente das variáveis de estado — dívida, capital, riqueza — convirja a zero no longo prazo. Em linguagem prática: o otimizador não pode acumular obrigações sem limite. Aplicada à dívida pública, essa condição é a proibição formal do esquema de Ponzi soberano: o valor presente da dívida nominal ( $B$ ) tem que convergir a zero, o que exige que os superávits futuros sejam suficientes para sustentar a trajetória de endividamento.

Em termos da razão dívida/PIB ( $b = B/Y$ ), isso se traduz numa equação simples:  $b$  cresce à taxa (juro real – crescimento), descontado o superávit primário. Quando o juro real supera persistentemente o crescimento e o superávit não compensa esse diferencial, a trajetória se torna explosiva — definindo, para uma dada postura fiscal, a **taxa real máxima compatível com a convergência da dívida**. Acima desse teto, apertos adicionais de juros aproximam a economia do ponto em que a própria política monetária passa a alimentar a inflação que tenta combater — porque uma trajetória de dívida explosiva corrói a credibilidade fiscal, pressiona expectativas e, no limite, força o ajuste via nível de preços, não via superávit. O paradoxo é preciso: quanto mais o BC aperta além desse limiar, maior o risco de que o remédio vire veneno.

Aplicada à **política monetária ótima** — definida como aquela que minimiza uma função-perda penalizando tanto o desvio da inflação em relação à meta quanto a variação do produto — essa condição implica que a trajetória ótima de juros não é simplesmente "a mais alta possível até a inflação ceder". É a trajetória que atinge a convergência da inflação ao menor custo em termos de volatilidade do produto, *respeitando a restrição de sustentabilidade fiscal*. O próprio Copom, na ata de maio de 2026, usou linguagem que remete diretamente a esse arcabouço:

---

*"Trajetórias alternativas garantindo a convergência da inflação à meta no primeiro trimestre de 2028 são compatíveis com a suavização na variação dos agregados macroeconômicos."*

ATA DO COPOM – REUNIÃO DE MAIO DE 2026

---

Traduzido: o Comitê reconhece explicitamente que há múltiplas trajetórias de juros que entregam a convergência, e prefere aquela com menor custo em produto — o que é, precisamente, a solução de uma função-perda com penalidade sobre a variância do PIB. O que a ata não diz,

mas que decorre da lógica aqui desenvolvida, é que essa preferência ganha contornos ainda mais concretos quando a própria margem para apertar é limitada pela restrição fiscal.

Vale acrescentar uma camada adicional, vinda da **Teoria Fiscal do Nível de Preços** (FTPL, de Woodford, Cochrane e Sims): nessa estrutura, o valor real da dívida pública não é apenas questão de solvência — ele ajuda a determinar o próprio nível de preços. Se a percepção de mercado sobre a trajetória de superávits futuros se deteriora, mesmo sem crise de dívida efetiva, isso pode gerar pressão altista sobre preços como mecanismo de restauração desse equilíbrio. Na prática, o canal parafiscal não é apenas "alguns décimos de PIB de demanda extra" — é também um sinal sobre a credibilidade da trajetória de superávits, e essa credibilidade é precisamente o canal pelo qual as expectativas de inflação permanecem ancoradas ou não.

BRASIL – PARÂMETROS CHAVE, JULHO 2026

|                                   |              |
|-----------------------------------|--------------|
| Selic (nominal, atual)            | 14,25%       |
| Taxa real ex-ante (IPCA ~5,5%)    | ~8,5%        |
| Crescimento potencial real        | 2,0-2,5%     |
| Spread $r - g$                    | ~600 p.b.    |
| Dívida bruta / PIB (IFI, 2026E)   | 82,7%        |
| Impulso parafiscal / quase-fiscal | 1,5-2,0% PIB |

Isto não é uma previsão de crise. A dívida bruta do Brasil, projetada pela Instituição Fiscal Independente (IFI) em 82,7% do PIB para o fechamento de 2026, não está, isoladamente, numa configuração de dominância fiscal vigente. O spread entre juro real e crescimento, em torno de 600 pontos-base, é elevado para padrões de G20 — mas o ponto central é outro: a margem disponível para novas altas é mais estreita do que o hiato de inflação isoladamente sugeriria.

O CANAL DAS LFTS

A participação de LFTs — títulos indexados à Selic — na dívida doméstica está hoje em torno de 50%, uma melhora real frente a patamares históricos mais altos, fruto de um trabalho genuíno de gestão de dívida nos últimos anos.

Mas essa composição não é fixa: é resultado de mercado. Se a percepção de risco fiscal piorar, a capacidade do Tesouro de colocar títulos prefixados de longo prazo a spreads aceitáveis tende a se deteriorar, empurrando a emissão de volta para papéis curtos e indexados à Selic. Nesse cenário, a transmissão da Selic para o custo da dívida volta a ser mais rápida e completa — comprimindo ainda mais a margem disponível para apertos adicionais.

OS SINAIS NO SETOR PRIVADO

Há um indício adicional de que a política monetária está próxima de seu limite de transmissão efetiva, e ele vem do próprio setor privado. A taxa média de inadimplência do sistema financeiro atingiu **4,7%** em maio de 2026 — recorde histórico da série do Banco Central, iniciada em 2011. Entre as famílias, o índice chegou a 5,6%, também recorde. Entre as empresas,

subiu para 3,24%, o maior patamar desde novembro de 2017. O endividamento das famílias em relação à renda permanece em 49,8%, bem acima da média histórica de 42%.

Esses números dizem algo importante: uma Selic em 14,25% está produzindo inadimplência recorde — confirmando que o canal de transmissão pelo custo do crédito está operando e comprimindo balanços. Mas ao mesmo tempo a inflação segue acima da meta e a demanda agregada permanece resiliente. A interpretação mais coerente não é que o aperto está funcionando bem — é que o estímulo parafiscal está reabastecendo a demanda pela porta dos fundos enquanto o crédito espontâneo já mostra sinais claros de estresse. O setor privado está sendo espremido entre juros altos e pressão de custo de vida; o governo injeta demanda via canais que não aparecem no resultado primário. São dois movimentos simultâneos e opostos — e o BC está no meio, com um único instrumento.

#### O FUNDO DA QUESTÃO

Não é um chamado para o BC afrouxar. É o reconhecimento de que ele está sendo cobrado para fazer, com um único instrumento, o trabalho de dois.

Se a direção da política fiscal não mudar, o mecanismo em jogo não seria estranho a quem estudou a própria história monetária do Brasil — embora se trate de uma analogia de direção e mecanismo, não de magnitude. Em episódios inflacionários passados, a pressão fiscal sustentada empurrou a emissão de dívida para prazos cada vez mais curtos, até a concentração em papéis indexados à Selic e, na fase mais aguda da virada dos anos 1980 para os 1990, em papéis com correção overnight — o regime de "moeda indexada", em que poupadores e Tesouro abandonaram qualquer instrumento com risco de duração. Com a dívida rolando a juros overnight, a política monetária perde grande parte do controle sobre a transmissão, porque cada alta de juros infla a conta fiscal quase em tempo real.

A participação atual de LFTs, perto de 50%, está longe desse extremo histórico. O ponto não é prever uma repetição — é alertar sobre a inclinação da curva: a trajetória parafiscal atual, financiada contra uma âncora fiscal de credibilidade incerta, é o tipo de pressão que, não corrigida, tende a mover a composição da dívida nessa direção, não na oposta.

A solução não é um BC mais dovish. É uma política fiscal que pare de trabalhar contra a política monetária — permitindo que a Selic faça o trabalho que hoje lhe é cobrado em dobro. Sem essa mudança, o resultado mais provável não é uma crise de dívida, mas algo mais simples e mais provável: uma inflação de equilíbrio que se acomoda persistentemente acima da meta — não porque o Banco Central careceu de vontade para combatê-la, mas porque lhe foi dado apenas um instrumento para administrar duas forças opostas.