LINKEDIN

Juros altos: culpar o Banco Central ou a meta de inflação não resolve o problema



Solange Srour

Head of Brazil Macroeconomics, UBS Global Wealth Management

1 de novembro de 2026

Duas propostas recentes recolocaram os juros brasileiros no centro do debate. A primeira atribui ao custo da dívida o papel central no desequilíbrio fiscal e propõe uma trajetória previamente definida de redução da Selic, acompanhada de um novo conselho para integrar decisões fiscais e monetárias.

A segunda defende outro caminho: primeiro, um ajuste fiscal amplo e crível; depois, a elevação da meta de inflação, considerada baixa para um país fiscalmente frágil.

A diferença importa. A segunda proposta não dispensa o ajuste fiscal e não deve ser confundida com a primeira. Minha divergência está nos mecanismos apresentados para tornar os juros menores: predeterminar sua trajetória ou elevar a inflação que o país se compromete a perseguir.

Juros altos têm custos, e o Banco Central pode errar na calibragem de suas decisões. Reconhecer isso, porém, não demonstra que qualquer uma dessas mudanças produza uma redução sustentável do custo do dinheiro.

Onde os diagnósticos falham

· **Decidir a Selic não é escolher livremente seu nível sustentável.** O Banco Central fixa a taxa básica, mas não determina sozinho as condições que permitem mantê-la baixa. A taxa real compatível com a estabilidade de preços depende da demanda em relação à capacidade produtiva, da poupança, das condições externas e da confiança nas políticas econômicas. Suas decisões podem e devem

ser questionadas. O que não se pode presumir é que uma taxa menor produza os mesmos resultados para a inflação apenas porque foi anunciada.

· **Cumprir a meta de primário não basta para gerar confiança na dívida.** O Brasil pode cumprir as metas de resultado primário e, ainda assim, não convencer de que o crescimento da dívida em relação ao PIB vai desacelerar. Se os resultados previstos são insuficientes para conter o endividamento, o cumprimento formal não elimina a incerteza nem os prêmios exigidos para financiar o governo. Também importam o ritmo, a composição e a persistência do gasto: despesas que crescem acima da capacidade produtiva podem pressionar a demanda mesmo quando a arrecadação melhora o resultado primário. Comparar déficits entre países sem considerar dívida, custo e prazo de financiamento, crescimento e credibilidade institucional leva a conclusões incompletas. Um déficit maior em outro país não torna irrelevante a pressão fiscal sobre os juros no Brasil.

· **Um ajuste crível precisa mudar as regras que fazem a despesa crescer.** Não basta anunciar metas ou bloquear despesas a cada ano. É preciso enfrentar o crescimento das despesas obrigatórias e a rigidez do orçamento, revendo indexações, vinculações, benefícios tributários e o desenho das transferências sociais. As medidas devem ter impactos fiscais estimados, prazos de implementação e uma distribuição defensável dos custos, preservando a proteção aos mais vulneráveis. O objetivo não é cortar gastos por si só, mas devolver ao governo a capacidade de escolher prioridades. Um ajuste bem desenhado pode alterar a trajetória esperada da dívida, reduzir os prêmios de risco e tornar o gasto público mais eficiente, inclusive contribuindo para elevar a produtividade da mão de obra brasileira. Adiá-lo aumenta o risco de uma correção imposta por condições financeiras mais adversas, com custos maiores para a atividade e o bem-estar.

· **A conta de juros não demonstra que basta baixar a Selic para resolver o fiscal.** Juros elevados aumentam a despesa pública e dificultam a estabilização da dívida. Mas a relação funciona nos dois sentidos: dúvidas sobre o equilíbrio futuro das contas públicas também encarecem seu financiamento. Por isso, a economia calculada a partir de uma Selic menor não pode ser tratada como garantida. É necessário avaliar como o corte afetaria a inflação, o câmbio e as taxas exigidas nas novas emissões. A conta de juros mostra onde está parte da despesa; não prova que a política monetária seja sua causa exclusiva.

· **Uma queda predeterminada da Selic pode não reduzir os juros longos.** Esse é o risco de fixar uma trajetória de cortes antes de demonstrar sua compatibilidade com o controle da inflação. O Banco Central pode baixar a taxa de curto prazo, mas não obriga investidores a financiar o governo e as empresas nas mesmas condições por prazos maiores. Se a decisão enfraquecer a confiança na

estabilidade de preços, expectativas e prêmios podem subir. A Selic cairia, mas isso não garantiria juros longos menores; a perda de confiança poderia elevar essas taxas e pressionar o câmbio. Não é uma consequência inevitável de todo corte, mas uma razão para condicionar as decisões aos dados, e não a um destino escolhido previamente.

· **Financiar a dívida com poupança doméstica não faz seu custo desaparecer.** O fato de a dívida ser majoritariamente financiada por residentes e denominada em reais reduz a vulnerabilidade ao financiamento em moeda estrangeira, mas não elimina a restrição econômica. Esses investidores não são necessariamente cativos: podem exigir juros maiores, encurtar prazos ou buscar proteção contra a inflação. Questionar os modelos do Banco Central tampouco demonstra que os juros deixaram de influenciar os preços. Uma política monetária mais frouxa altera as condições de crédito, a demanda, o câmbio e as expectativas. Quem defende cortes predeterminados precisa explicar como seus efeitos permaneceriam compatíveis com o controle da inflação. Essa estrutura de financiamento não oferece tal demonstração nem protege a população das consequências. Se os cortes forem incompatíveis com a estabilidade de preços, o custo reaparecerá na perda de poder aquisitivo, atingindo sobretudo os mais pobres, que têm menos condições de proteger sua renda e sua poupança. A conta não desaparece por permanecer dentro do país: seu peso é transferido para quem menos consegue se defender da alta dos preços.

· **Usar reservas não elimina o risco cambial de cortes inconsistentes.** Se os cortes pressionarem o câmbio, a venda de dólares pode aliviar uma escassez temporária de liquidez, mas não corrige a perda de confiança nas políticas econômicas. As reservas não são infinitas: em 2024, o Banco Central vendeu US$ 20,07 bilhões no mercado à vista. No fim de 2011, elas somavam US$ 352 bilhões; no fim de 2025, US$ 358,2 bilhões, praticamente o mesmo patamar em dólares nominais, quase quinze anos depois. O número absoluto, porém, não basta para avaliar a proteção: é preciso considerar as necessidades de financiamento externo, as obrigações e os fluxos financeiros. Reservas compram tempo para enfrentar choques; não permitem compensar indefinidamente uma política incompatível com a estabilidade.

· **O ajuste fiscal pode abrir espaço para juros menores; elevar a meta é outra decisão.** A segunda proposta acerta ao colocar a construção de credibilidade fiscal em primeiro lugar. Um ajuste crível pode reduzir pressões de demanda e prêmios de risco. Isso não demonstra, porém, que elevar a meta seja necessário para acelerar a queda dos juros. Uma meta maior não reduz, por si só, a taxa real compatível com estabilidade: a inflação esperada pode subir e ser incorporada aos juros nominais. Se a revisão sinalizar que as regras mudam quando seu

cumprimento se torna difícil, pode também comprometer parte do ganho de confiança produzido pelo ajuste. A questão é demonstrar o benefício adicional da mudança da meta, separando-o dos efeitos do próprio ajuste fiscal. Sem essa demonstração, maior tolerância com a inflação não constitui uma solução comprovada para os juros elevados.

Juros menores exigem condições econömicas melhores

As duas propostas, portanto, merecem críticas distintas. Na primeira, questiono a ideia de predeterminar a queda da Selic para aliviar a dívida sem demonstrar que os cortes não serão acompanhados de maior inflação, depreciação cambial e aumento dos juros de longo prazo. Na segunda, reconheço a necessidade do ajuste fiscal colocado em primeiro lugar, mas discordo de que elevar a meta seja o passo necessário para conseguir juros menores.

O fiscal não explica cada movimento da Selic, e o Banco Central não está sempre certo. Ainda assim, contas públicas mais críveis e menor pressão de demanda constituem condições centrais para uma redução duradoura do custo do dinheiro.

Juros menores favorecem o investimento, o crescimento e a criação de oportunidades. Para sustentá-los, é preciso melhorar a qualidade do gasto, assegurar uma trajetória confiável da dívida e manter um compromisso firme com a estabilidade de preços. Fixar antecipadamente uma taxa não cria essas condições; elevar a meta tampouco as substitui. **Juros baixos e duradouros precisam ser conquistados, não decretados.**

SOLANGE SROUR

Head of Brazil Macroeconomics, UBS Global Wealth Management