



Por Gustavo Loyola

Foi presidente do BC em duas ocasiões (1992-1993 e 1995-1997). Entre 2003 e 2006, presidiu o Conselho Fiscal do Itaú. É sócio-diretor da Tendências Consultoria

Cautela necessária com os juros

Há espaço para a redução da Selic este ano, mas não ao ponto de cair ao patamar de um dígito

Por Gustavo Loyola

26/01/2026 05h02 · Atualizado há 15 horas

Ao fechar o ano de 2025 no patamar de 4,26%, a inflação medida pelo IPCA ficou dentro do limite superior de tolerância da meta de inflação (4,5%), mas distante ainda do centro da meta (3%). Sem dúvida, trata-se de um excelente resultado, considerando-se que a inflação anualizada chegou a estar em torno dos 5,5% em abril do ano passado, a partir de uma projeção de 5% na pesquisa Focus no início de 2025.

Embora os bons resultados obtidos pela política monetária em 2025 devessem afastar as críticas a um suposto desempenho excessivamente conservador do Banco Central (Bacen), a temporada pré-eleitoral certamente fará com que voltem com toda força as pressões sobre a autoridade monetária para a derrubada dos juros, principalmente na hipótese que se afigura de um pleito muito disputado entre os principais candidatos à Presidência da República.

Porém, corretamente, o Bacen opta por uma postura cautelosa, como se depreende das atas e comunicados publicados pelo Copom e também de manifestações públicas de seus dirigentes. Por exemplo, na ata referente à última reunião do Comitê, o Bacen admitiu avanços no processo desinflacionário, citando a moderação do crescimento da economia e a dinâmica recente melhor do que a esperada da inflação. Não obstante, houve por bem reiterar no texto a existência de pontos de preocupação, como o mercado de trabalho ainda apertado e as expectativas de inflação des ancoradas, com indicações que apontam a necessidade de uma maior espera antes de se iniciar um ciclo de corte dos juros. Além disso, o Bacen reforçou explicitamente que "a estratégia em curso, de manutenção do nível corrente da taxa de juros por período bastante prolongado, é adequada para assegurar a convergência da inflação à meta", evidenciando o entendimento de que, por enquanto, a melhor estratégia é a manutenção da taxa Selic em seu patamar de 15%.

De fato, além das expectativas de inflação des ancoradas e o mercado de trabalho aquecido, há outros fatores de risco para os próximos meses que certamente estão no radar do Bacen. O mais relevante desses fatores de risco é, sem dúvida, a política fiscal expansionista, agindo através de dois canais distintos. O primeiro deles, de caráter estrutural, é o impacto de uma política fiscal deficitária sobre a percepção de risco dos agentes econômicos, no contexto de uma situação de endividamento público elevado. Tal percepção negativa sustenta a taxa de juros real da economia em níveis elevados, em razão dos seus efeitos sobre o prêmio de risco. O segundo deles é o impacto do expansionismo fiscal sobre a demanda agregada, o que vai na direção contrária ao pretendido pelo Bacen na conduta atual da política monetária.

Por outro lado, a ausência de harmonia entre as políticas fiscal e monetária, desse modo, restringe o Bacen quando se trata de uma decisão de redução do grau de aperto da política monetária. Não é crível que tal situação mude para melhor em um ano de eleições como 2026, pois o apetite do governo federal e do Congresso Nacional para cortar despesas tem sido praticamente nulo, o que obviamente somente pode trazer redobrado pessimismo no campo de política fiscal nos meses que antecederão o pleito de outubro próximo.

Cabe assinalar adicionalmente que, no último relatório Focus divulgado, a mediana das expectativas para o déficit primário está em 0,5% do PIB, o que é incompatível com a sustentabilidade fiscal, caso não revertido rapidamente. Uma das piores consequências da desarmonia entre as políticas fiscal e monetária é o custo sobre a sociedade, pois a necessidade de juros maiores para o cumprimento da meta de inflação cobra um preço elevado consubstanciado na redução da atividade econômica e do emprego.

A queda de mais de 10% do dólar frente ao real em 2025 ajudou na desinflação, mas isso pode não se repetir

Porem, há outra consequência deletéria do relaxamento fiscal e da consequente piora das expectativas dos agentes econômicos no campo das finanças públicas. A elevação do risco-país induz à depreciação do real, fazendo subir o preço em reais dos bens comercializáveis, pressionando a inflação corrente e também as expectativas inflacionárias para o futuro.

A propósito, no ano passado, um dos canais mais relevantes da política monetária foi o câmbio. O dólar, que começou 2026 cotado a R\$ 6,19, terminou o ano valendo R\$ 5,49, numa queda superior a 10% no ano, trajetória que contribuiu de forma relevante para o arrefecimento da inflação. O aumento do diferencial entre os juros domésticos e os externos, resultado da trajetória assíncrona das políticas monetárias do Bacen e do Fed, explica parcialmente a apreciação do real, além dos efeitos relevantes da depreciação da moeda norte-americana em relação a seus pares globais, impulsionada por fatores inerentes à conjuntura política e macroeconômica dos EUA.

A repetição dessa trajetória de apreciação do real é pouco provável de ocorrer em 2026, principalmente porque, como mencionamos, as perspectivas domésticas não devem favorecer o fortalecimento do real. Ao contrário, as incertezas políticas e na área fiscal podem até levar ao enfraquecimento da nossa moeda, trazendo consequências negativas para o controle da inflação.

Tudo isso posto, é compreensível que o Bacen opte prudentemente por uma política gradualista de redução da taxa Selic, mesmo diante de pressões que haverão de vir. Sem dúvida, há espaço para alguma redução da taxa Selic nos próximos meses, mas não a ponto de fazê-la retroceder ainda no corrente ano ao patamar de um dígito.

Gustavo Loyola, doutor em economia pela FGV, foi presidente do Banco Central e é sócio-diretor da Tendências Consultoria Integrada, em São Paulo. Escreve mensalmente às segundas-feiras. loyola@tendencias.com.br