

O elevado custo da política monetária no Brasil I

Kaio Pimentel

Professor do Instituto de Economia da Unicamp e pesquisador do transforma

APRESENTAÇÃO

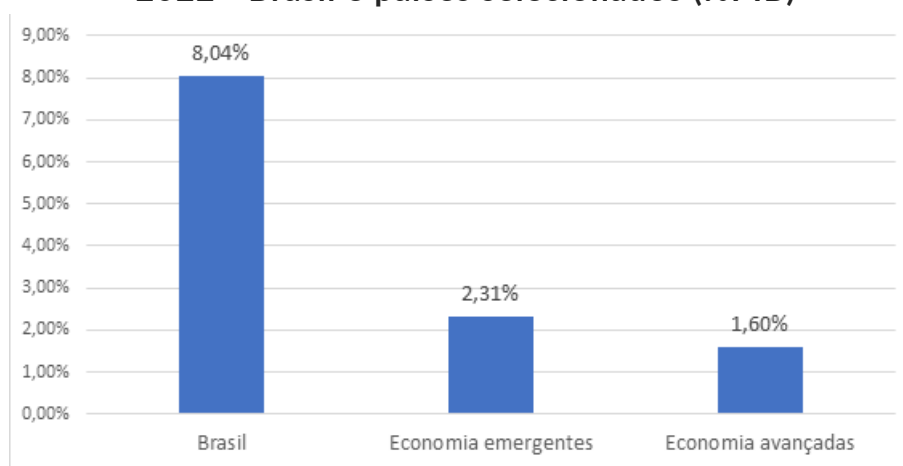
Inauguramos a partir desse documento um novo modelo de trabalho a ser realizado por pesquisadores do Transforma e do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (CECON) do Instituto de Economia da Unicamp. Serão textos curtos com temas pontuais da conjuntura econômica destinados ao debate público escritos com uma perspectiva diferente das abordagens hegemônicas na imprensa e no mainstream econômico.

[1] Disponível em: TESOURO (2025) Despesa por Função do Governo Geral – Resultados de 2023. Classificação COFOG – Classification of Functions of Government. Disponível em <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/cofog-despesas-por-funcao-do-governogeral/2023/114> . Acesso em 17/03/2026.

A questão central que buscaremos desenvolver nesta, e em mais algumas próximas edições, é o alto custo da política monetária no Brasil, suas causas e consequências. Estas particularmente para a política fiscal. Neste primeiro texto vamos abordar a questão do elevado custo da política monetária no Brasil, tendo como preocupação central não a discussão sobre a “sustentabilidade” da dívida, mas tratando os juros como uma importante variável distributiva.

Em 2025, o próprio Tesouro Nacional constata que o Brasil possui a maior carga de juros nominais sobre o PIB entre países selecionados em uma publicação que procurava diferenciar e comparar a estrutura de gastos públicos do Brasil com países desenvolvidos e emergentes. O Gráfico 1 diferencia a carga de juros no Brasil e a média de países emergentes e desenvolvidos selecionados no estudo.

Gráfico 1: Despesas com transações da dívida pública - Governo Geral 2022 - Brasil e países selecionados (%PIB)



Fonte: Tesouro (2025)

A disparidade da carga de juros brasileira é o ponto de partida da crítica que norteará um conjunto de textos. Desde que Gabriel Galípolo assumiu a presidência do Banco Central, os questionamentos à política monetária diminuíram bastante, ainda que permaneça a mesma e o Brasil segue como destaque internacional de juros elevados. E isso tem consequências.

Atualmente, ao invés de pensarmos a definição do nível e do crescimento do gasto público para alcançar metas de crescimento, desenvolvimento e melhorarmos a distribuição de renda, a política de fiscal é prioritariamente organizada de modo a produzir um resultado primário capaz de colocar a razão dívida pública em uma trajetória estável ou declinante.

No texto que estabelece as diretrizes da mais recente regra fiscal brasileira se lê que “a política fiscal da União deve ser conduzida de modo a manter a dívida pública em níveis sustentáveis, prevenindo riscos e promovendo medidas de ajuste fiscal em caso de desvios, garantindo a solvência e a sustentabilidade intertemporal das contas públicas.” É possível fazer diferente disso? A recente reforma tributária indica que sim, existem alternativas.

Em condições gerais, os determinantes da variação da razão dívida/PIB (Δb) são:

$$\Delta b = d_t + \left(\frac{r-g}{1+g} \right) b_{t-1}$$

Sendo

1. d_t : O déficit primário.
2. g : A taxa de crescimento real do nível de produto (e da arrecadação tributária, para uma dada carga tributária)
3. r : A taxa de juros real livre de impostos da dívida pública
4. b_{t-1} : A relação dívida/PIB anterior

Quando a taxa de juros real (livre de impostos) que incide sobre os títulos públicos é maior que a taxa de crescimento da economia, é preciso um superávit primário para que a razão dívida/PIB não cresça. Na expressão acima isso acontece quando $\Delta b=0$. Nesse caso, temos que o superávit primário necessário para que a relação dívida/PIB não cresça seja:

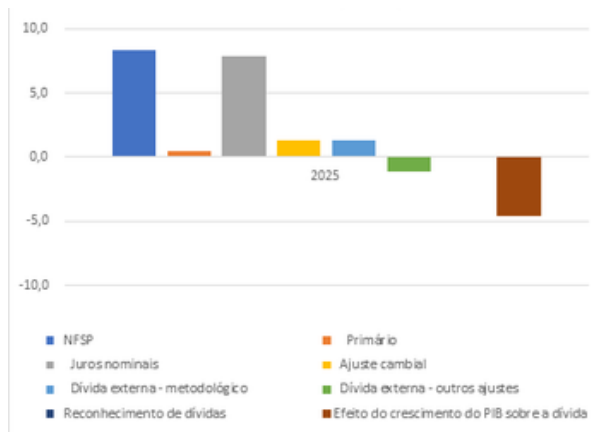
$$-d_t = \left(\frac{r-g}{1+g} \right) b_{t-1}$$

Ou seja, quanto mais alta a taxa de juros real livre de impostos em relação à taxa de crescimento do PIB para uma dada carga tributária, tanto maior o superávit primário necessário para estabilizar o crescimento da relação dívida/PIB.

Essa expressão anterior aponta que, em condições gerais, se temos uma taxa de crescimento de 3%, uma taxa de juros real livre de impostos de 10% e uma relação dívida/PIB de 80%, precisaríamos de um superávit primário próximo a 5,44% do PIB para conter a evolução da razão dívida/PIB. Já se tivéssemos uma taxa de crescimento de 3%, uma taxa de juros real livre de impostos de 5% e uma relação dívida/PIB nos mesmos 80%, precisaríamos de um superávit primário próximo a 1,55% do PIB para conter a evolução da razão dívida/PIB.

É razoável que a função primordial da política fiscal seja gerar superávit primário para conter os efeitos da política monetária sobre o crescimento da dívida? No Brasil, como se pode inferir no Gráfico 2 abaixo, são os juros nominais (e reais, como sabemos) os principais elementos que fazem a relação dívida/PIB crescer.

Gráfico 2: Fatores condicionantes da evolução da dívida líquida (%PIB)



Fonte: Banco Central

Esses dados de 2025 não são uma exceção. A evolução da dívida e da razão dívida/PIB no Brasil é principalmente um produto de juros reais elevados, um diferencial entre a taxa de juros real e a taxa de crescimento da economia e a política fiscal, o resultado primário, pouco contribui. A despeito dos dados, na ata da 276ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), ocorrida em 27 e 28 janeiro de 2026, a questão dos juros e da “sustentabilidade” da dívida na “conta” da política fiscal é incluída nos seguintes termos:

[2] No Gráfico 2 foram excluídas as linhas de “Privatizações” e “Dívida interna indexada ao câmbio” porque as contribuições eram nulas no ano de 2025 (0,0) e a exclusão de ambas ajudava na visualização do Gráfico.

A política fiscal tem um impacto de curto prazo, majoritariamente por meio de estímulo à demanda agregada, e uma dimensão mais estrutural, que tem potencial de afetar a percepção sobre a sustentabilidade da dívida e impactar o prêmio a termo da curva de juros. Uma política fiscal que atue de forma contracíclica e contribua para a redução do prêmio de risco favorece a convergência da inflação à meta. O Comitê reforçou a visão de que o esmorecimento no esforço de reformas estruturais e disciplina fiscal, o aumento de crédito direcionado e as incertezas sobre a estabilização da dívida pública têm o potencial de elevar a taxa de juros neutra da economia, com impactos deletérios sobre a potência da política monetária e, conseqüentemente, sobre o custo de desinflação em termos de atividade. O Comitê manteve a firme convicção de que as políticas devem ser previsíveis, críveis e anticíclicas. Em particular, o debate do Comitê evidenciou, novamente, a necessidade de políticas fiscal e monetária harmoniosas. (Banco Central do Brasil, 2026, pp. 3-4)

Nas próximas notas de uma parceria CECOM/Transforma vamos avaliar criticamente o regime de metas de inflação no Brasil. Partindo do alto custo da política monetária no Brasil e olhando a experiência internacional, é importante encontrar elementos que expliquem as reais diferenças entre a política monetária no Brasil e em alguns pares emergentes/periféricos para sugerir alterações de política que reduzam o alto custo distributivo de taxas de juros em patamares elevados.

Aviso: As opiniões expressas neste documento são de responsabilidade do autor e não refletem necessariamente o posicionamento do Transforma.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2026) **Ata da 276ª Reunião do Comitê de Política Monetária.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/copom/atascopom/Copom276-not20260128276.pdf>

TESOURO (2025) **Despesa por Função do Governo Geral - Resultados de 2023. Classificação COFOG - Classification of Functions of Government.** Disponível em <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/cofog-despesas-por-funcao-do-governo-geral/2023/114>