***Felipe Sichel** é Economista-chefe da Porto Asset

Em uma das sequências mais tensas do filme Dunkirk, do diretor Christopher Nolan, o tempo não é medido por relógios convencionais, mas pela maré que sobe implacavelmente e pela iminência de um ataque. Os soldados na praia personificam a espera sob forte pressão, em um estado de paralisia operacional forçada pela incerteza.

Essa potente imagem ilustra com precisão o atual dilema da economia brasileira: os desenvolvimentos recentes no ambiente macroeconômico e a paralisia geopolítica global têm se mostrado adversos para a continuidade sem sobressaltos do ciclo de cortes de juros no país.

Os Cinco Vetores da Restrição Macroeconômica

Para compreendermos os limites impostos à autoridade monetária hoje, é fundamental considerar cinco elementos que justificam a manutenção dos juros básicos no patamar restritivo atual. O cenário corrente evidencia pressões em cada uma dessas frentes:

- O contexto internacional adverso: O cenário externo permanece pressionado pelo conflito geopolítico no Oriente Médio, mantendo a cotação do petróleo tipo Brent. Se somarmos este fator aos dados de atividade econômica robustos e em aceleração nos Estados Unidos, torna evidente a ausência de espaço para a retomada dos cortes de juros pelo Federal Reserve no curto prazo. Tudo mais constante, mais juros nos EUA elevam também o piso para os juros no Brasil.
- O dinamismo da atividade doméstica: A despeito do estresse observado no mercado de crédito e a elevação da inadimplência, a atividade econômica interna segue exibindo elevado dinamismo. O PIB do primeiro trimestre de 2026 avançou 1,1% em comparação ao trimestre anterior. Com isto, a expectativa para o crescimento da economia no ano é de 2,0%. Ademais, indicadores do mercado de trabalho sugerem um ambiente de pressão continuada na renda.
- A aceleração da inflação realizada: O comportamento dos preços no primeiro quadrimestre do ano foi significativamente pressionado, acumulando alta de 2,6% no período. Esse quadro mostra-se flagrantemente inconsistente com o centro da meta de inflação, ocorrendo mesmo antes de capturarmos a totalidade do impacto do choque energético vindo do exterior.
- Estímulos Fiscais Pró-Cíclicos: Em decorrência direta do choque do petróleo, observou-se o anúncio de diversos estímulos fiscais e parafiscais pelo governo. Essa postura é especialmente preocupante por sua natureza pró-cíclica, estimulando a economia justamente quando a taxa de desemprego se encontra próxima ao seu mínimo histórico. A expansão das transferências públicas erode a melhora de arrecadação extraordinária gerada pela alta do petróleo e atua para uma maior persistência inflacionária.
- Desancoragem das Expectativas: É naturalmente improvável que a combinação de atividade resiliente, inflação realizada elevada e aumento de gastos públicos não contamine o sentimento do mercado. Ato contínuo, observa-se uma forte expansão das expectativas inflacionárias medidas pelo boletim Focus, a qual também já se encontra integralmente capturada nos preços de mercado.

O Dilema do Copom e o Princípio de Taylor

A despeito deste ambiente francamente, o Comitê de Política Monetária (Copom) voltou a reduzir os juros em sua reunião de abril e vontade em seguir com este movimento.

Com a taxa Selic reajustada em 14,50% e riscos consideráveis para o cumprimento da meta de inflação no horizonte relevante, cabe questionar qual é o real espaço residual de que a autoridade

monetária dispõe daqui em diante.

Para obtermos um parâmetro analítico rigoroso sobre o juro básico apropriado, recorremos ao clássico Princípio de Taylor.

Derivado da regra epítome utilizada como referência em modelos macroeconômicos globais, o princípio determina que o Banco Central, ao definir a taxa de juros nominal, deve reagir em proporção maior do que um para surpresas que retirem a inflação da meta estipulada.

Se ocorre um aumento de um ponto percentual na inflação (ou sua expectativa), a taxa nominal deve subir mais de um ponto percentual, garantindo que a autoridade monetária não afrouxe passivamente a política econômica.

O problema central para a formulação da política monetária no Brasil reside no fato de que as nossas expectativas inflacionárias são excessivamente sensíveis à inflação realizada, uma consequência direta do elevado teor de indexação inercial presente em nosso mercado. Com isso, o avanço recente do IPCA no primeiro quadrimestre eleva inevitavelmente a expectativa de inflação para os doze meses à frente. Para conter esse movimento, o Banco Central é forçado a preservar sua postura restritiva por mais tempo.

Projeções e Margem de Segurança: Para Onde Vão os Juros?

Considerando uma taxa de juro real neutra estimada por nossa modelagem em 7% e uma inflação esperada de 4,5% para os próximos doze meses, o Princípio de Taylor tradicional sugeriria teoricamente uma Selic a 13,0%. No entanto, nossa projeção para a Selic terminal em 13,50% ao final de 2026 segue sendo a mais apropriada.

Dessa forma, a taxa prevista pela Porto Asset contempla 50 pontos-base a mais do que o prescrito unicamente pela álgebra básica. Isto funciona como uma margem de segurança indispensável.

Sob uma ótica isolada, ainda haveria espaço para o Banco Central prosseguir de forma gradual no ciclo de cortes. Esse movimento encontra algum respaldo no câmbio apreciado ao redor de R$ 5,00, que exerce um impacto baixista relevante sobre a inflação prospectiva. Estimativas de repasse cambial atestam que cada dez pontos percentuais de apreciação na moeda retiram cerca de 80 pontos-base do IPCA na janela de seis trimestres à frente.

Se mantido o patamar atual do câmbio, a expectativa do Focus para doze meses à frente poderia retornar aos níveis anteriores à instabilidade geopolítica no primeiro trimestre do próximo ano.

Conclusão: A Imposição de Serenidade e Cautela

O desafio primordial para a formulação da política monetária atual é conseguir justificar tecnicamente a continuidade na redução da taxa Selic em meio à piora dos fundamentos de curto prazo e às incertezas correntes. Se antes a calibração se justificava por uma inflação cadente de forma lenta, porém consistente, a realidade atual mudou de figura.

Com a surpresa recente do IPCA empurrando a inflação realizada para muito perto do teto da banda, somada aos riscos associados aos custos energéticos globais, à resiliência da atividade doméstica e à postura fiscal expansionista, os 50 pontos-base que nossa modelagem entrega como margem de segurança podem ser rapidamente corroídos.

Mantidas as pressões atuais, o risco primordial é o de que a calibração de juros por parte da autoridade monetária seja forçada a se tornar ainda mais lenta. Como consequência, o patamar final de alívio monetário neste ciclo pode ser significativamente inferior àquele projetado pelo mercado em cenários mais benignos.

Para os investidores institucionais, o momento atual não permite complacência; exige a mesma

serenidade e cautela da autoridade monetária.

Fonte: Abrapp em Foco, em 18.06.2026.