



ISSN 1517-6576

Relatório de Política Monetária

Volume 2 | Número 1 | Março 2026



Relatório de Política Monetária

Volume 2 | Número 1 | Março 2026

ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Política Monetária

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto nº 12.079, de 26 de junho de 2024.

Os textos, os quadros estatísticos e os gráficos são de responsabilidade dos componentes nomeados a seguir:

- **Departamento Econômico (Depec)**
(E-mail: depec@bcb.gov.br);
- **Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)**
(E-mail: depep@bcb.gov.br);
- **Departamento de Assuntos Internacionais (Derin)**
(E-mail: derin@bcb.gov.br);
- **Departamento de Estatísticas (DSTAT)**
(E-mail: dstat@bcb.gov.br).

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Política Monetária, volume 2, nº 1.

Convenções estatísticas

- ... dados desconhecidos.
- dados nulos ou indicação de que a rubrica assinalada é inexistente.
- 0 ou 0,0 menor que a metade do último algarismo, à direita, assinalado.
- * dados preliminares.

O hífen (-) entre anos (1970-1975) indica o total de anos, incluindo-se o primeiro e o último.

A barra (/) entre anos (1970/1975) indica a média anual dos anos assinalados, incluindo-se o primeiro e o último, ou, se especificado no texto, o ano-safra ou o ano-convênio.

Eventuais divergências entre dados e totais ou variações percentuais são provenientes de arredondamento.

Não é citada a fonte dos quadros e dos gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

Atendimento ao Cidadão

Banco Central do Brasil
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 2º subsolo
70074-900 Brasília – DF
Telefone: 145 (custo de ligação local)
Internet: <<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/faleconosco>>

Institucionalidade da Política Monetária no Brasil

Arcabouço institucional

A condução da política monetária do Banco Central do Brasil (BC) segue o seguinte arcabouço institucional:

- i. Objetivos do BC:** O BC tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental, o BC também tem por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego ([Lei Complementar nº 179, de 24/2/2021](#)).
- ii. Regime de metas para a inflação:** O cumprimento do objetivo de assegurar a estabilidade de preços se dá por meio do regime de metas para a inflação. Por esse arcabouço, o Conselho Monetário Nacional (CMN) fixa uma meta para a inflação e um intervalo de tolerância e o BC deve executar as políticas necessárias ao cumprimento da meta. No período de 1999 a 2024, a meta se referia à inflação do ano-calendário ([Decreto nº 3.088, de 21/6/1999](#)). Desde janeiro de 2025, a meta se refere à inflação acumulada em doze meses, apurada mês a mês ([Decreto nº 12.079, de 26/6/2024](#)). Nessa sistemática, também conhecida como de “meta contínua”, a verificação ocorre todo mês, não ficando mais restrita ao mês de dezembro de cada ano.

A meta é considerada descumprida se a inflação ficar fora do intervalo de tolerância por seis meses consecutivos. Nesse caso, o BC tem de divulgar publicamente as razões do descumprimento por meio de nota no Relatório de Política Monetária e carta aberta ao Ministro da Fazenda (MF), contendo descrição detalhada das causas do descumprimento; as medidas necessárias para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e o prazo esperado para que as medidas produzam efeito. Nova nota e nova carta têm de ser divulgadas caso a inflação não retorne ao intervalo de tolerância da meta no prazo estipulado na nota e na carta ou caso o BC considere necessário atualizar as medidas ou o prazo esperado para o retorno da inflação ao intervalo de tolerância da meta fixado.

- iii. Meta e intervalo de tolerância:** A meta para a inflação fixada pelo CMN para o período iniciado em janeiro de 2025 é 3,00%, medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), com intervalo de tolerância de menos 1,50 p.p. e mais 1,50 p.p., isto é, de 1,50% a 4,50% ([Resolução nº CMN 5.141, de 26/6/2024](#)).

Comitê de Política Monetária – Copom

O Copom é o órgão do BC, formado pelo seu Presidente e diretores, que define, a cada 45 dias, a taxa básica de juros da economia – a Selic. O Comitê utiliza um amplo conjunto de informações na sua tomada de decisão. As reuniões do Copom contam com apresentações técnicas do corpo funcional do BC sobre a evolução e perspectivas das economias brasileira e mundial, das condições de liquidez e do comportamento dos mercados. A decisão é tomada com base na avaliação do cenário macroeconômico e os principais riscos a ele associados, visando com que a inflação se situe em linha com a meta definida pelo CMN.

A transparência e a prestação de contas são elementos fundamentais na condução da política monetária. Os principais documentos de política monetária são:

- i. Comunicado:** publicado imediatamente após o término da reunião, a partir das 18h30, contém a decisão do Comitê, os principais elementos de seu embasamento e os votos de cada membro.
- ii. Ata:** publicada quatro dias úteis depois da reunião, contém maior detalhamento das análises e discussões.
- iii. Relatório de Política Monetária (RPM):** publicado até o último dia de cada trimestre civil, traz detalhamento da evolução recente e das perspectivas da economia, com ênfase nas perspectivas para a inflação. Entre 1999 e 2024, esse relatório era denominado Relatório de Inflação (RI).

Para mais detalhes, ver [Política monetária \(bcb.gov.br\)](#).



Sumário

Institucionalidade da Política Monetária no Brasil	3
Sumário executivo	6
Conjuntura econômica	8
1.1 Cenário externo _____	8
1.2 Conjuntura interna _____	15
Atividade econômica _____	15
Mercado de trabalho _____	21
Crédito _____	24
Fiscal _____	28
Contas externas _____	31
Preços _____	35
Perspectivas para a inflação	73
2.1 Revisões e projeções de curto prazo _____	73
2.2 Projeções condicionais _____	74
Determinantes da inflação e condicionamentos _____	74
Projeções de inflação _____	78
2.3 Balanço de riscos _____	79
2.4 Condução da política monetária _____	81
Apêndice metodológico _____	82
Boxes	
Ajuste sazonal e incerteza sobre o ritmo de crescimento no início de 2026 _____	41
Projeções para a evolução do PIB em 2026 _____	46
Evolução recente da produtividade do trabalho _____	48
Política Monetária e o canal de crédito: resposta das concessões bancárias a mudanças na taxa Selic _____	51
Projeções para a evolução do crédito em 2026 _____	55
Déficits de serviços e de renda primária no balanço de pagamentos: dinâmica recente e possível persistência _____	56
Projeções para a evolução das contas externas em 2026 _____	63
Repasse cambial: estimativas por projeções locais _____	65
Metodologia consolidada das séries analíticas derivadas do IPCA _____	70
Decomposição da inflação de 2025 _____	83
Apêndice	87



Sumário executivo

O ambiente externo tornou-se mais incerto desde o Relatório anterior. O acirramento de conflitos geopolíticos no Oriente Médio teve reflexos nas condições financeiras globais, em ambiente marcado por elevação da volatilidade de preços de ativos e *commodities*. Tal cenário exige cautela por parte de países emergentes.

No cenário doméstico, o crescimento da atividade econômica continua em trajetória de moderação, enquanto o mercado de trabalho ainda mostra resiliência. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 2,3% em 2025, abaixo do ritmo registrado entre 2021 e 2024, com arrefecimento dos setores mais sensíveis ao ciclo econômico e da demanda doméstica. No mercado de trabalho, a taxa de desocupação continuou em queda, atingindo novo mínimo histórico, e os salários reais seguiram em expansão. A projeção de crescimento do PIB para 2026 permanece em 1,6%, mas está sujeita a maior incerteza diante dos potenciais efeitos dos conflitos no Oriente Médio.

A inflação ao consumidor, tanto a cheia quanto a subjacente, segue apresentando algum arrefecimento, mas permanece acima da meta de 3%. Na variação acumulada em doze meses, o IPCA recuou de 4,46% em novembro para 3,81% em fevereiro, e a média dos núcleos de inflação, de 4,73% para 4,46%. A inflação no trimestre ficou ligeiramente abaixo do cenário projetado no Relatório anterior, com surpresa de baixa concentrada em alimentação no domicílio. A inflação de serviços segue elevada, em contexto de mercado de trabalho aquecido e hiato do produto positivo, mas apresenta sinais de moderação em algumas métricas. As expectativas de inflação recuaram marginalmente para 2026, permanecendo acima da meta em todo o horizonte de projeção.

Nas projeções do cenário de referência, a inflação passa a subir até o fim de 2026, recomeçando trajetória de queda até o horizonte relevante, mas permanecendo acima da meta. Nesse cenário, que utiliza taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio seguindo a Paridade do Poder de Compra (PPC), após finalizar 2025 em 4,3% a inflação acumulada em quatro trimestres cai para 3,6% no primeiro trimestre de 2026. Depois, apresenta trajetória de alta, em boa medida advinda do aumento dos preços do petróleo, terminando 2026 em 3,9%. A partir de então, volta a cair, chegando a 3,1% no último período considerado, referente ao terceiro trimestre de 2028. No horizonte relevante de política monetária, ou seja, o terceiro trimestre de 2027, a inflação projetada é 3,3%. As projeções de inflação representam a visão do Copom e são condicionais em um conjunto de variáveis, como as trajetórias da taxa Selic oriunda da pesquisa Focus e da taxa de câmbio baseada na teoria da PPC. Neste Relatório, utiliza-se o conjunto de informações disponíveis até a 277ª reunião do Copom, realizada em 17 e 18.03.2026.

Na comparação com o Relatório anterior, as projeções de inflação elevaram-se. No horizonte relevante de política monetária, considerado como sendo o terceiro trimestre de 2027, a projeção subiu 0,1 p.p. Entre os fatores que contribuem para a alta das projeções, destacam-se a elevação do preço do petróleo e a revisão do hiato. Por outro lado, a apreciação cambial e a queda marginal nas expectativas de inflação contribuíram para atenuar esse aumento.

Em sua reunião mais recente (277ª reunião), o Copom comunicou:

O Comitê segue acompanhando como os desenvolvimentos da política fiscal doméstica impactam a política monetária e os ativos financeiros, reforçando a postura de cautela em cenário de maior incerteza. Os indicadores do final de 2025 mostraram desaceleração na atividade econômica, enquanto o cenário segue sendo marcado por expectativas desancoradas, projeções de inflação elevadas, e pressões no mercado de trabalho.

O Comitê considera os impactos dos conflitos no Oriente Médio de forma prospectiva, em particular seus efeitos sobre a cadeia de suprimentos global e os preços de commodities que afetam direta e indiretamente a inflação no Brasil. Nesse momento, as projeções de inflação apresentam distanciamento adicional em relação à meta no horizonte relevante para a política monetária. Ao mesmo tempo, a incerteza acerca dessas projeções foi elevada consideravelmente, em função da falta de clareza sobre a duração dos conflitos e de seus efeitos sobre os condicionantes dos modelos de projeção analisados. O Comitê julgou apropriado dar início ao ciclo de calibração da política monetária, na medida em que o período prolongado de manutenção da taxa básica de juros em patamar contracionista propiciou evidências da transmissão da política monetária sobre a desaceleração da atividade econômica, criando condições para que ajustes no ritmo dessa calibração, à luz de novas informações, sejam possíveis de forma a assegurar o nível compatível com a convergência da inflação à meta.

O Copom decidiu reduzir a taxa básica de juros para 14,75% a.a. e entende que essa decisão é compatível com a estratégia de convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.

No cenário atual, caracterizado por forte aumento da incerteza, o Comitê reafirma serenidade e cautela na condução da política monetária, de forma que os passos futuros do processo de calibração da taxa básica de juros possam incorporar novas informações que aumentem a clareza sobre a profundidade e a extensão dos conflitos no Oriente Médio, assim como seus efeitos diretos e indiretos sobre o nível de preços ao longo do tempo.

1

Conjuntura econômica

Este capítulo do RPM analisa a evolução recente da conjuntura econômica, considerando o cenário internacional e doméstico, bem como as perspectivas para a economia do país nos próximos trimestres.

A avaliação do cenário internacional aborda as principais economias avançadas e emergentes, com ênfase em aspectos que tendem a exercer influências sobre a economia brasileira, em especial, os indicadores de inflação e de atividade. A análise da conjuntura doméstica abrange a evolução recente da atividade econômica, dos mercados de trabalho e de crédito, das contas públicas e externas do país e, por fim, da inflação.

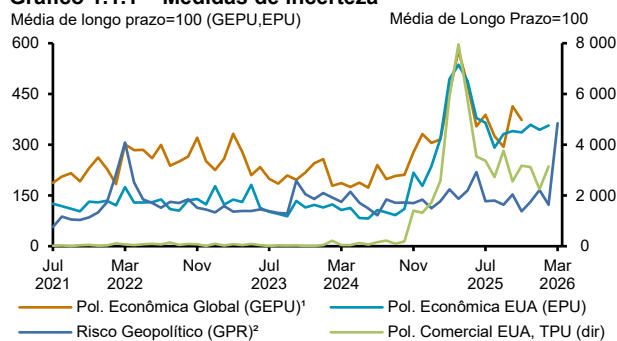
1.1 Cenário externo

A incerteza prospectiva acerca do ambiente externo aumentou. O reposicionamento da política comercial dos Estados Unidos da América (EUA) foi parcialmente questionado por decisão da Suprema Corte daquele país, contrária à fundamentação legal de parte das tarifas de importação impostas em 2025. O governo reagiu com a implementação de uma nova tarifa global, agora menor e uniforme entre os países, o que resultou em uma tarifa efetiva inferior à vigente até então. Embora essa redução seja benéfica, ela evidencia que a incerteza sobre o tema persiste, inclusive em relação à legalidade, alíquota e duração da nova tarifa global, assim como em relação à devolução das tarifas arrecadadas sob os fundamentos invalidados. Adicionalmente, a eclosão de um conflito entre EUA, Israel e Irã elevou consideravelmente a incerteza sobre o cenário global (Gráfico 1.1.1), na medida em que seus impactos vêm se estendendo na região e o fluxo de *commodities* pelo Estreito de Ormuz vem sendo afetado. Esse ambiente se desenvolve em um momento em que o processo de desinflação segue parcialmente incompleto em muitas economias (Gráfico 1.1.2). O crescimento global encerrou 2025 acima do esperado em seu início, apesar do aumento das tarifas norte-americanas e da incerteza sobre as políticas econômicas ao longo do ano. Através de antecipações de importação e reorientações de cadeias produtivas, os agentes conseguiram evitar uma deterioração do volume de comércio internacional e da atividade econômica. A resiliência desses agentes é novamente testada pelo conflito e suas respostas pode ensejar novas reorientações. Esses fatores seguem influenciando o balanço de riscos e contribuem para manter elevada a incerteza sobre o cenário econômico. Caso o choque de preços de energia persista, a avaliação de como ele se propaga para a inflação e para o crescimento econômico será importante na calibração das políticas fiscal e monetária nos próximos meses.

Embora episódios de elevada tensão geopolítica sejam recorrentes, o novo conflito no Oriente Médio causou volatilidade, incerteza e aversão a risco nos mercados. Os preços do petróleo, do gás e de outros produtos subiram e permaneceram instáveis desde o início do conflito. Se o trânsito pelo Estreito de Ormuz continuar interrompido por tempo prolongado, ou se o conflito ganhar contorno regional, o impacto sobre os preços e sobre a atividade econômica pode ser significativo e duradouro. As perspectivas macroeconômicas serão afetadas tanto pelo efeito direto do choque de oferta, quanto pelo efeito indireto associado a maior incerteza, dificultando a função de reação dos bancos centrais. O impacto dessa alta dos preços sobre os países não será homogêneo, com as economias asiáticas — mais dependentes de importações de energia provenientes do Golfo Pérsico — sendo mais negativamente afetadas. Historicamente, uma mudança no nível de preços de *commodities* energéticas tende a afetar praticamente todos os demais bens transportados e comercializados e deteriorar expectativas de inflação.

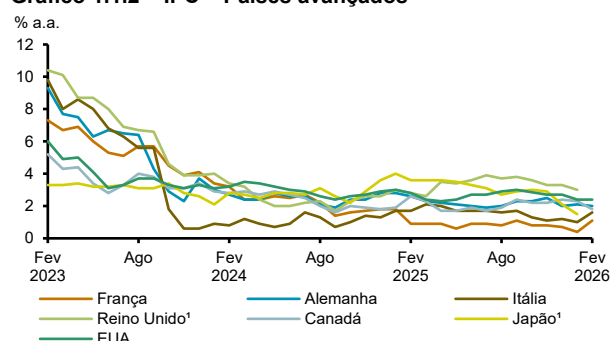
Embora recente, a alta dos preços de energia já provocou elevação das expectativas de inflação no horizonte de curto prazo. A transmissão do choque de preços das *commodities* energéticas para os preços ao consumidor será heterogênea e dependerá do arcabouço de formação de preços de cada país. Simultaneamente, os núcleos de inflação continuam acima da meta em muitas economias (Gráfico 1.1.3), com ritmo de convergência relativamente lento. Nos EUA especificamente, os sinais do impacto das tarifas comerciais adotadas em 2025 e redefinidas em 2026 nos preços de bens continuam a se manifestar e espera-se repasses adicionais ao longo deste ano. A dinâmica dos preços ao longo da cadeia produtiva revela diferenças por setor, por origem e por poder de mercado, e distorções causadas pela antecipação de importações e consequente formação de estoques precaucionais.

Gráfico 1.1.1 – Medidas de incerteza



Fonte: Bloomberg, Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022), "Measuring Geopolitical Risk," *American Economic Review*, April, 112(4), pp.1194-1225.
1/ Ponderado pela paridade do poder de compra (PPP). Até novembro de 2025.
2/ Média 1985:2019=100. Dados até 16/03/2026.

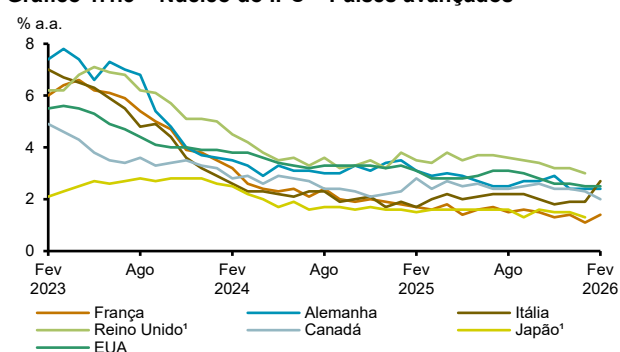
Gráfico 1.1.2 – IPC – Países avançados



Fonte: Bloomberg
1/ Até janeiro/2026

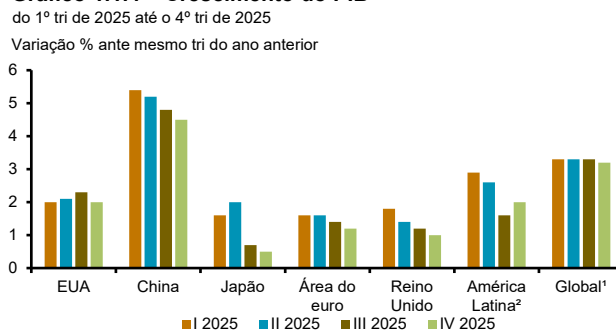
A atividade global continuou crescendo, porém a taxas menores do que a observada antes da pandemia, numa tendência de desaceleração gradual (Gráfico 1.1.4). Com a elevação do nível de incerteza, os riscos de desaceleração mais intensa aumentaram. Nos curto e médio prazos, os desdobramentos do conflito no Oriente Médio poderão afetar o crescimento. Os países mais diretamente ligados ao conflito e aqueles mais dependentes da importação de *commodities* energéticas devem ser os mais afetados. Para esses países, a necessidade de medidas fiscais para atenuar o efeito da desaceleração da atividade é maior. No caso de economias com espaço fiscal limitado, a perspectiva de aumento do endividamento soberano amplia os riscos à sustentabilidade de suas dívidas. Expectativas de ganhos de produtividade permanecem como principal contramovimento, embora dependam da disponibilidade e do custo da energia.

Gráfico 1.1.3 – Núcleo do IPC – Países avançados



Fonte: Bloomberg
1/ Até janeiro/2026

Gráfico 1.1.4 – Crescimento do PIB



Fontes: Bloomberg, BC

1/ calculado conforme descrito no Boxe "Modelo de projeções e análise macroeconômica da economia global" do RI de set/22.
2/ Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

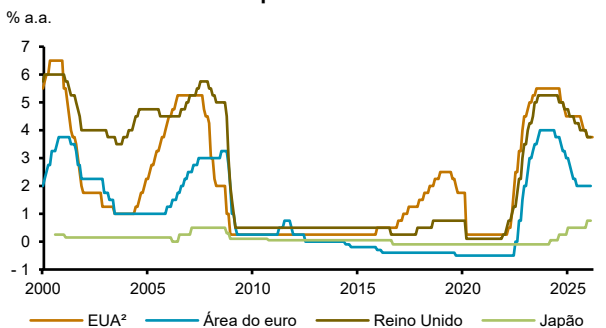
O ciclo de flexibilização monetária foi concluído ou deve se encerrar em 2026 na quase totalidade das economias avançadas (Gráfico 1.1.5). Em algumas economias desenvolvidas há inclusive a expectativa de alta de juros em 2026. A Austrália, por exemplo, elevou a taxa de juros em fevereiro e em março. O aumento da incerteza, os riscos à atividade, sinais de maior equilíbrio no mercado de trabalho e o grau restritivo da política monetária justificaram o movimento de afrouxamento monetário iniciado em meados de 2024. Os bancos centrais continuam reafirmando seus compromissos em promover a convergência das taxas de inflação às metas. O conflito no Oriente Médio complica a condução da política monetária, em particular pela

necessidade de monitorar os efeitos secundários do choque de oferta e evitar o risco de considerar como transitórias e ignorar altas de preços persistentes. Elevação das expectativas de inflação, prêmios de risco e inclinação na curva de juros podem sinalizar a necessidade de reação preemptiva.

Nos EUA, a atividade econômica tem apresentado sinais de moderação, em um cenário marcado por elevada incerteza de políticas econômicas. O PIB do quarto trimestre cresceu 0,7% T/T anualizado. A atividade tem apresentado forte oscilação em virtude dos movimentos de antecipação e subsequente ajuste de importações impulsionados pelas expectativas de tarifas comerciais, bem como em função das discussões no Congresso sobre o orçamento, que levaram à paralisação do governo federal durante várias semanas no final de 2025. O consumo das famílias desacelerou no fim do ano, em meio a um menor dinamismo do mercado de trabalho e da renda e aos efeitos do *shutdown*. O investimento fixo continua sendo impulsionado pelo setor de alta tecnologia, notadamente nas atividades ligadas à inteligência artificial. O desempenho mostra-se inferior em outras modalidades, influenciadas negativamente por taxas de juros de longo prazo ainda relativamente elevadas. A permanência de condições restritivas de crédito e de elevada inadimplência, a desaceleração da renda disponível e o esgotamento das condições de liquidez afetam desproporcionalmente as famílias com menor patrimônio líquido. A persistência de indicadores de confiança em níveis baixos corrobora perspectivas de consumo contido.

Há evidências de acomodação no mercado de trabalho nos últimos trimestres, com sinais de menor demanda combinada com menor oferta de trabalho. O ritmo de contratações líquidas tem sido fraco nos últimos meses, com média de 34 mil pessoas nos primeiros dois meses de 2026 (média de 10 mil em 2025 e de 122 mil em 2024). A taxa de desemprego em fevereiro foi de 4,4%, ainda historicamente baixa. Esta taxa reflete um movimento de esfriamento da demanda por trabalhadores que ocorre simultaneamente a uma contração da oferta desde o início do ano passado, em virtude da redução na proporção de estrangeiros na força de trabalho e da menor taxa de participação (Gráfico 1.1.6). Os salários nominais continuam crescendo a taxas relativamente altas (3,8% a.a. em fevereiro¹), favorecidos em parte pelo aumento da produtividade.

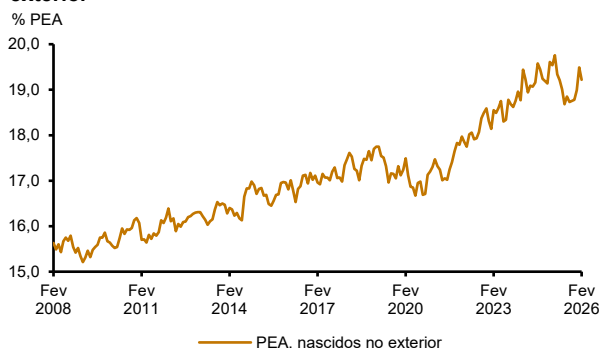
Gráfico 1.1.5 – Taxas de política monetária¹



Fonte: Bloomberg

1/ Até 18/03/2026. 2/ EUA se refere ao limite superior da taxa de política monetária

Gráfico 1.1.6 – EUA – Participação na PEA, nascidos no exterior



Fonte: Bloomberg

A inflação nos EUA se mantém elevada, no contexto de aumento de tarifas de importação. A inflação ao consumidor do mês de fevereiro registrou alta de 2,4%² a.a., com o núcleo registrando variação de 2,5% a.a. no mesmo período. Os preços de bens aceleraram ao longo de 2025, especialmente nos segmentos mais sensíveis às importações. Os componentes de moradia têm apresentado taxas próximas às observadas antes da pandemia. Os demais componentes do núcleo de serviços têm mostrado persistência, mas com tendência de desaceleração gradual. Embora ainda haja temores sobre novos repasses de tarifas aos preços nos próximos trimestres, as perspectivas são de que seus efeitos sejam moderados, o que deve contribuir para a desaceleração da inflação ao longo do ano. O conflito recente no Irã é fator que gera preocupações a respeito de novas rodadas de alta de preços, por meio dos preços de energia ou por possíveis efeitos sobre cadeias de suprimentos. Até o momento, as expectativas de longo prazo seguem estabilizadas desde abril de 2025.

1/ Valor referente ao indicador *Average Hourly Earnings*.

2/ Medido pelo *Consumer Price Index*.

O *Federal Reserve* (Fed) manteve a taxa de juros inalterada em março, no intervalo entre 3,5%-3,75%.

A comunicação é de que taxa dos *Fed Funds* está próxima ao seu nível neutro, mantendo a dependência de novas decisões do fluxo de informações, embora haja opiniões divergentes entre os membros votantes em relação ao balanço de riscos e à trajetória adequada da política monetária ao longo do ano. Na última reunião foi enfatizado que as implicações dos conflitos no Oriente Médio para a economia ainda são incertas.

Na Área do Euro, o crescimento do PIB desacelerou no quarto trimestre de 2025, com avanço de 0,2% T/T,

ante 0,3% no trimestre anterior, segundo dados dessazonalizados. Como nos dois trimestres anteriores, as exportações líquidas contribuíram negativamente para a atividade econômica da região (-0,1 p.p.), refletindo o impacto das tarifas dos EUA, bem como a concorrência de produtos asiáticos no mercado comum. A formação bruta de capital fixo (FBCF) contribuiu positivamente, com expansão de 0,6% T/T, assim como o consumo do governo, com crescimento de 0,5% na mesma base de comparação. Destaca-se também a aceleração do crescimento do consumo das famílias (0,4% no trimestre, comparativamente a 0,2% no trimestre anterior). No ano, o PIB da Área do Euro registrou expansão de 1,4%, a mais elevada desde 2022. As perspectivas para a atividade econômica da região permanecem incertas, a despeito da política monetária mais acomodatória e da perspectiva de maiores gastos fiscais na Alemanha. Com efeito, a combinação de incerteza política, continuação do conflito na Ucrânia, confiança deprimida e falta de espaço fiscal na maioria dos países é agora agravada pelo conflito no Irã e os riscos relacionados à oferta e preços da energia.

Tanto a inflação cheia como o núcleo mantiveram-se relativamente estáveis no trimestre, oscilando próximos à meta de 2% do Banco Central Europeu (BCE).

A inflação de serviços, entretanto, continua em patamar relativamente elevado (3,4% a.a. na prévia de fevereiro). Nesse ambiente, a taxa de depósito do BCE permaneceu estável em 2,0% desde junho de 2025. Na sua comunicação, o BCE continua destacando a convergência da inflação para a meta. A instituição espera uma dinâmica mais favorável da inflação de serviços nos próximos meses, amparada por menores reajustes salariais acordados em negociações coletivas.

No Reino Unido, o PIB cresceu 0,1% T/T no quarto trimestre de 2025, mesmo ritmo de expansão registrado no trimestre anterior.

A atividade foi sustentada pela recuperação do setor industrial, enquanto a construção registrou recuo e o setor de serviços ficou relativamente estagnado. A inflação ao consumidor manteve a trajetória de queda, fechando janeiro em 3% a.a., enquanto o núcleo da inflação registrou variação de 3,1% no mesmo mês. A taxa básica de juros foi mantida em 3,75% na última reunião do Banco da Inglaterra (BoE), em fevereiro. Nessa ocasião, o Comitê de Política Monetária avaliou que o crescimento dos salários e a inflação de serviços, embora ainda em níveis acima daqueles compatíveis com a meta de inflação de 2%, seguem arrefecendo, refletindo o impacto da política monetária restritiva.

Na China, a atividade econômica apresentou desaceleração continuada ao longo do ano passado. O

PIB registrou no quarto trimestre uma taxa interanual de crescimento de 4,5%, após taxas decrescentes (5,4%, 5,2% e 4,8%, nessa ordem) nos três trimestres anteriores. No ano de 2025, a taxa de crescimento atingiu 5,0%, igual à do ano anterior e em linha com a meta determinada no Congresso Nacional do Povo. Pela ótica da demanda, a contribuição externa foi essencial para que a meta de crescimento do PIB tenha sido alcançada, uma vez que a contribuição do investimento foi a menor nos últimos quinze anos. Pela ótica da oferta, o crescimento no ano foi liderado pela indústria (5,8%), enquanto o setor de incorporação imobiliária registrou taxa de crescimento pequena, mas positiva (0,2%), após três anos de taxas negativas. O setor de construção, refletindo a redução do investimento, apresentou contração (-1,1%) pela primeira vez na série histórica.

O crescimento econômico deve apresentar modesta aceleração no primeiro trimestre deste ano.

Os indicadores de atividade econômica referentes a janeiro e fevereiro apresentaram desempenho acima do esperado, com melhora simultânea da atividade de serviços, da produção industrial, das vendas no varejo e do investimento em ativo fixo. O setor externo seguiu como principal vetor de crescimento, refletindo forte demanda por produtos manufaturados no período, especialmente por bens ligados à tecnologia e por equipamentos elétricos. Persistem dúvidas quanto à sustentabilidade da retomada do crescimento, diante do consumo das famílias enfraquecido, do ajuste estrutural dos setores de incorporação imobiliária e de

construção e das incertezas relativamente à demanda externa. Os riscos aumentaram com o agravamento do conflito no Oriente Médio, levando à elevação dos preços do petróleo e de outras matérias-primas e possibilidade de afetar significativamente as cadeias globais de produção e a demanda por exportações chinesas.

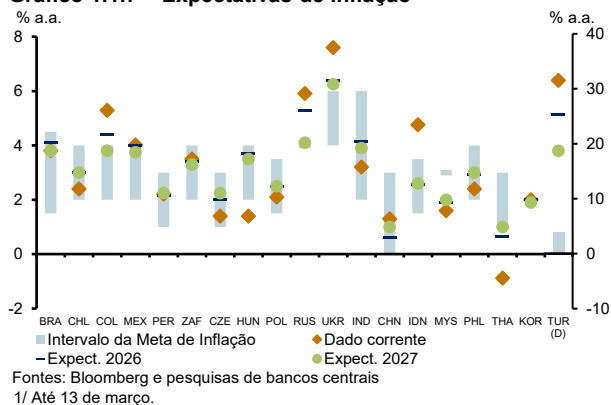
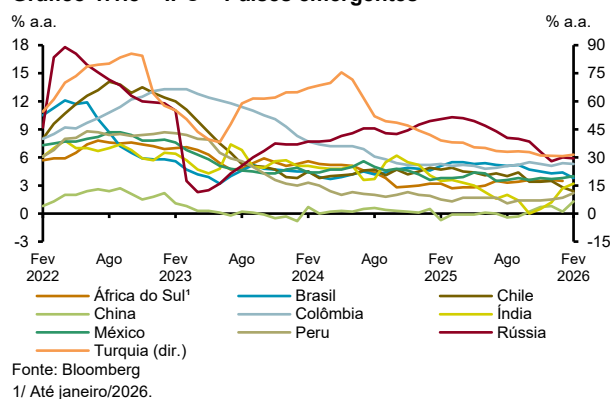
A meta de crescimento anual do PIB aprovada no Congresso Nacional do Povo foi reduzida para a faixa entre 4,5% e 5% em 2026, de 5% nos quatro anos anteriores. O Relatório de Trabalho do Governo determina também a criação de doze milhões de empregos urbanos; inflação ao consumidor em torno de 2%; déficit fiscal de 4% do PIB; emissão de RMB 1,3 trilhão em títulos especiais de prazo longo do governo central e de RMB 4,4 trilhões em títulos especiais de governos locais; redução de cerca de 3,8% nas emissões de gás carbônico por unidade do PIB. O Relatório menciona algumas estratégias específicas que podem contribuir para o aumento do consumo das famílias, como a elevação das transferências de seguridade social e de assistência básica de saúde para famílias residentes na zona rural e desempregados em zonas urbanas, e a flexibilização da concessão de residência permanente para trabalhadores migrantes. Complementarmente, o Banco do Povo da China ampliou os volumes e reduziu em 0,25 p.p. a taxa de juros de alguns instrumentos estruturais de incentivo à agricultura, às pequenas empresas e à inovação tecnológica.

As principais economias emergentes voltaram a registrar crescimento do PIB no quarto trimestre de 2025 na comparação interanual, apesar do aumento dos riscos e incertezas. Em geral, essas economias experimentaram desaceleração do crescimento interanual em relação ao trimestre anterior, embora com exceções, notadamente as economias médias da Ásia. Dentre as maiores economias da América Latina com dados já divulgados, a Colômbia apresentou desaceleração na taxa de crescimento interanual, Brasil apresentou estabilidade e o México reverteu a contração do terceiro trimestre. Nestas economias, a demanda doméstica e a importação de bens continuam, em geral, mais dinâmicas que a produção doméstica.

Os principais indicadores de condições financeiras para as economias emergentes mostraram aperto em relação ao trimestre anterior, especialmente depois do início do conflito no Oriente Médio. Mesmo assim, esses indicadores ainda estão distantes dos níveis observados em episódios de crise passadas. As moedas das economias emergentes, na maioria dos casos, reverteram o desempenho positivo dos dois primeiros meses do trimestre e fecharam o período com desvalorização, embora com notáveis exceções, inclusive Argentina, Brasil, Colômbia e México. Esta tendência geral refletiu principalmente fatores globais, especialmente o grau de dependência de importações de *commodities* energéticas oriundas dos países do Oriente Médio.

Os riscos e incertezas para as economias emergentes aumentaram, principalmente por dúvidas relacionadas à política comercial norte-americana e ao conflito no Oriente Médio. A decisão da Suprema Corte do Estados Unidos de suspender parte das tarifas comerciais, a reação do executivo norte-americano de impor a tarifa global e a falta de definição em geral sobre esse tópico mantêm a incerteza elevada, afetando negativamente a atividade, a confiança e o investimento. A escalada das tensões geopolíticas e militares no Oriente Médio, e seus impactos nos preços, produção e logística das *commodities* e de outros bens intermediários renovou os riscos de alta na inflação e deteriorou o cenário prospectivo para as economias emergentes. Outros riscos permanecem, como dúvidas sobre a sustentabilidade fiscal de economias relevantes, o desempenho da economia chinesa e a continuidade do conflito entre Rússia e Ucrânia.

As expectativas para a inflação para o final de 2026 e de 2027 nas principais economias emergentes apontam majoritariamente para inflação dentro do intervalo das metas, embora os riscos tenham aumentado (gráfico 1.1.7). As taxas de inflação prosseguiram em níveis distintos entre as economias, com as taxas diminuindo na maioria dos países, com algumas exceções (gráfico 1.1.8). As expectativas de inflação vis-à-vis a inflação corrente apresentam grande dispersão, em alguns casos antecipando redução da taxa e em outros sinalizando aumento. A trajetória futura da inflação nessas economias segue sujeita a elevada incerteza e os riscos parecem ter aumentado, refletindo tensões geopolíticas e tensões comerciais globais. As expectativas para taxas básicas de juros antecipam, na maioria dos casos, estabilidade até o final de 2027, com importantes exceções (gráfico 1.1.9). As principais são Brasil, com expectativa de cortes, principalmente durante 2026, e Colômbia, com expectativa de alta de juros.

Gráfico 1.1.7 – Expectativas de inflação¹**Gráfico 1.1.8 – IPC – Países emergentes**

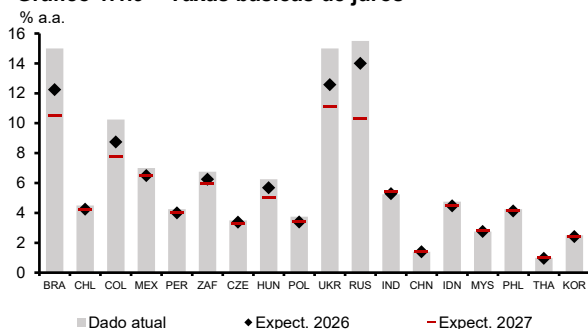
Os preços de **commodities energéticas³** apresentaram forte alta no trimestre, em função do início do conflito entre EUA, Israel e Irã no Oriente Médio, que culminou no fechamento do Estreito de Ormuz desde o final de fevereiro – um gargalo para o trânsito de *commodities* – afetando diretamente produtores e exportadores (gráfico 1.1.10). Até o agravamento das tensões no Oriente Médio, predominava o cenário de excesso de oferta em virtude do aumento de produção tanto da Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados (OPEP+) como de produtores fora da aliança, em um contexto de incertezas quanto à demanda global e crescimento sustentado dos estoques. Com o conflito, a interrupção de trânsito pelo Estreito de Ormuz e a consequente paralisação da produção pelos países do Golfo Pérsico, os preços foram significativamente afetados. Com a dependência do continente europeu por cargas marginais de GNL (gás natural liquefeito) provenientes do Catar, os preços de gás natural no continente apresentaram forte alta, dada a competição com outros compradores nesse mercado, sobretudo em um momento de estoques baixos.

Os preços de **commodities metálicas** apresentaram alta no período, respondendo principalmente às tensões geopolíticas e comerciais e à persistência de restrições estruturais de oferta em meio a uma demanda associada à eletrificação, inteligência artificial e expansão de data centers. Os mercados de cobre e alumínio permaneceram pressionados por restrições persistentes de oferta, decorrentes de disrupções operacionais, gargalos de refino, limitações energéticas e riscos geopolíticos. Expectativas de afrouxamento monetário nos EUA em 2026, dólar mais depreciado e maior alocação em ativos reais reforçaram fluxos financeiros para metais, especialmente cobre, ouro e prata. Em contrapartida, os preços de minério de ferro e aço ficaram contidos, refletindo a dinâmica do crescimento chinês, sobretudo a contração estrutural do setor imobiliário, com impacto direto na produção de aço e demanda por minério.

Os preços de **commodities agrícolas** apresentaram leve alta no período, influenciados por preocupações climáticas pontuais, melhora da demanda e agravamento do quadro geopolítico, sem que isso compromettesse, até o momento, a perspectiva de ampla oferta em milho, arroz e trigo. Ao longo do trimestre, os preços de soja avançaram em meio a preocupações com secas localizadas no Brasil e estiagem na Argentina, além do aumento de demanda asiática. Ainda assim, a robustez da safra sul-americana limitou movimentos de alta mais expressivos. O trigo apresentou elevação mais pronunciada, em função da continuidade de tensões no Mar Negro e, mais recentemente, dos possíveis impactos decorrentes do conflito no Oriente Médio, somados a riscos pontuais de clima, mesmo com a previsão de safras abundantes. O atual conflito no Oriente Médio tem afetado os preços agrícolas por meio de potenciais impactos sobre a disponibilidade de fertilizantes, aumento da demanda por biocombustíveis em um contexto de alta dos preços de energia, além de fatores logísticos relacionados ao trânsito de mercadorias na região.

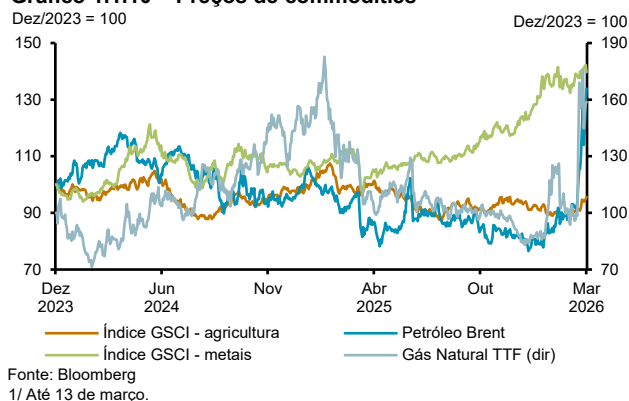
3/ Nesta seção, as variações dos preços de *commodities* referem-se às variações entre as respectivas datas de fechamento dos Relatórios.

Gráfico 1.1.9 – Taxas básicas de juros¹



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais
1/ Até 13 de março.

Gráfico 1.1.10 – Preços de commodities¹



Fonte: Bloomberg
1/ Até 13 de março.

Em síntese, o conflito no Oriente Médio traz uma incerteza adicional ao cenário prospectivo de inflação e de crescimento. À medida que o conflito se estende, o fluxo de matérias-primas no Estreito de Ormuz fica comprometido, pressionando os preços para cima. A alta recente dos preços de energia já fez com que as expectativas de inflação se elevassem. Porém, a transmissão do choque de preços das *commodities* energéticas para o consumidor será heterogênea e dependerá do arcabouço de definição de preços de cada país. A magnitude e a distribuição temporal dos repasses à inflação dependerão não só da intensidade e da duração do conflito, mas também da efetividade das respostas de mitigação. Dependerá também da persistência do choque de oferta sobre a atividade, quer por limitar a capacidade de produzir energia para além do conflito, quer por motivar reorganização defensiva adicional nas cadeias de suprimento.

A redução das tarifas de importação dos EUA após a decisão da Suprema Corte daquele país sobre sua legalidade é benéfica, embora evidencie que a incerteza sobre o tema persiste. Nesse cenário, riscos de novas medidas protecionistas e maior fragmentação comercial e financeira continuam presentes. Paralelamente, crescem as dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida soberana nas principais economias. Por um lado, novas medidas fiscais na tentativa de atenuar os impactos da alta dos preços internacionais de energia sobre a atividade e sobre o consumidor final podem ser implementadas. Por outro, o aumento da tensão e da fragmentação geopolíticas pode provocar mais gastos públicos com defesa. Conseqüentemente, os riscos de reprecificação abrupta de ativos aumentam com expectativa de interação adversa de vulnerabilidades fiscais e financeiras. Esses desenvolvimentos manifestam-se em contexto de reequilíbrio dos fundamentos macroeconômicos e do mercado de trabalho e, sobretudo, de continuidade gradual do processo desinflacionário. A combinação desses elementos contribui para uma assimetria ainda negativa no balanço de riscos para a economia global. Caso o choque de preços de energia persista, será importante avaliar como esse choque se propaga na inflação e no crescimento para a calibração das políticas fiscal e monetária nos próximos meses.

O ciclo de flexibilização da política monetária foi concluído ou deverá se encerrar em 2026 na quase totalidade dos bancos centrais das principais economias. Para algumas economias desenvolvidas existe até a expectativa de alta de juros em 2026, embora as taxas de juros continuem, em algumas dessas economias, em níveis contracionistas. De qualquer maneira, os bancos centrais continuam atentos à dinâmica da inflação e da inflação subjacente, às expectativas inflacionárias, ao nível de emprego, ao balanço de riscos e, agora, aos desdobramentos do conflito no Oriente Médio, reforçando a necessidade de manter uma política monetária flexível e uma comunicação transparente.

1.2 Conjuntura interna

Atividade econômica

Com crescimento do PIB de 2,3% em 2025, a economia brasileira desacelerou em relação aos anos anteriores, em linha com o esperado. O desempenho do PIB ficou abaixo do observado entre 2021 e 2024, quando havia aumentado 3% ou mais ao ano (Gráfico 1.2.1). Diferentemente do padrão vigente desde 2021, quando os resultados anuais superavam de modo recorrente e por magnitude expressiva as projeções elaboradas no final do ano anterior, o crescimento de 2025 ficou próximo das estimativas iniciais do BC e do mercado, conforme já havia sido antecipado no Relatório de dezembro de 2025 (Gráfico 1.2.2).⁴ Pela ótica da oferta, os setores mais sensíveis ao ciclo econômico arrefeceram, enquanto os menos cíclicos aceleraram significativamente, refletindo sobretudo o forte avanço da indústria extrativa e, principalmente, da agropecuária. Na demanda doméstica, tanto o consumo das famílias quanto a FBCF perderam impulso. No setor externo, as importações, seguindo a demanda doméstica, cresceram em ritmo menor, embora ainda expressivo, ao passo que as exportações aceleraram, influenciadas principalmente pelo aumento dos embarques de produtos básicos (Tabela 1.2.1).

Tabela 1.2.1 – Produto Interno Bruto

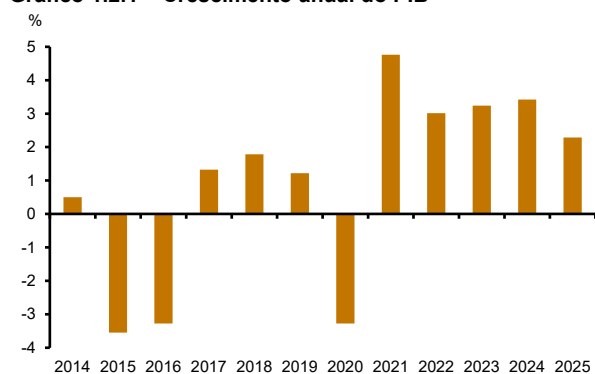
Discriminação	Variação anual							Tri ante tri -1 (a.s.)								%
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2024				2025				
								I	II	III	IV	I	II	III	IV	
PIB a preços de mercado	1,2	-3,3	4,8	3,0	3,2	3,4	2,3	0,8	1,7	0,8	0,0	1,5	0,3	0,0	0,1	
PIB ex-agro a preços de mercado	1,3	-3,6	5,1	3,3	2,4	3,9	1,7	0,8	1,7	0,7	-0,0	0,8	0,3	0,2	0,2	
Agropecuária	0,4	4,2	0,0	-1,1	16,3	-3,7	11,7	3,0	-0,9	0,6	-2,2	14,9	-1,8	0,3	0,5	
Indústria	-0,7	-3,0	5,0	1,5	1,7	3,1	1,4	0,6	0,5	0,7	0,4	0,1	0,6	0,7	-0,7	
Extrativa	-9,1	0,9	3,6	-1,4	9,2	0,5	8,6	0,4	-5,2	-0,1	1,3	3,8	5,0	1,5	1,1	
Transformação	-0,4	-4,7	3,8	-0,5	-1,3	3,9	-0,2	1,6	2,2	0,8	0,7	-1,2	-0,4	0,2	-0,6	
Construção	1,9	-2,1	12,6	6,8	-0,3	4,4	0,5	0,8	2,4	-1,3	2,9	-0,8	-0,6	0,6	-2,3	
EGAER ¹	2,6	-1,0	1,5	10,5	5,8	1,0	-0,4	-4,6	0,3	-1,9	-0,3	1,9	-1,4	-1,1	1,5	
Serviços	1,5	-3,7	4,8	4,3	2,8	3,8	1,8	1,7	0,9	0,9	0,1	0,3	0,6	0,3	0,8	
Comércio	1,6	-1,5	4,5	0,9	0,8	3,8	1,1	2,7	1,3	0,5	0,2	0,4	-0,1	0,4	-0,3	
Transportes	0,1	-12,7	6,5	8,1	2,4	1,9	2,1	2,0	0,4	0,4	0,8	-0,4	1,0	2,6	-1,4	
Serviços de informação	4,5	2,1	13,9	5,2	2,9	6,1	6,5	2,6	1,7	2,5	-0,5	2,9	1,4	1,3	1,5	
Intermediação financeira	1,1	3,3	-0,7	-0,2	7,5	5,5	2,9	0,9	1,5	1,7	-0,4	0,6	1,3	-0,7	3,3	
Outros serviços	2,8	-9,3	9,0	11,4	3,4	5,3	2,0	1,3	1,5	1,6	-0,3	0,6	0,7	0,1	0,7	
Atividades imobiliárias	2,4	1,7	1,9	1,9	3,0	3,1	2,0	1,1	0,7	0,7	0,1	0,4	0,8	0,6	0,2	
APU	-0,4	-4,5	2,6	1,6	1,6	1,7	0,5	0,2	1,2	0,4	-0,3	0,3	-0,1	0,4	0,4	
VAB mais cíclicos	1,7	-5,2	6,8	5,1	1,3	4,2	1,4	1,6	1,6	0,9	0,2	-0,1	0,3	0,5	-0,0	
VAB menos cíclicos	0,0	-0,4	1,6	0,6	6,0	1,7	3,7	0,7	0,6	0,6	-0,1	2,6	0,7	0,2	0,6	
Consumo das famílias	2,6	-4,6	3,0	4,1	3,2	5,1	1,3	2,7	1,0	1,3	-0,8	0,7	0,5	-0,1	-0,0	
Consumo do governo	-0,5	-3,7	4,2	2,1	3,8	2,0	2,1	-0,4	1,1	0,5	-1,0	1,4	0,1	1,3	1,0	
FBCF	4,0	-1,7	12,9	1,1	-3,0	6,9	2,9	3,6	2,3	1,8	1,6	3,1	-2,5	0,1	-3,5	
Exportação	-2,6	-2,3	4,4	5,7	8,9	2,8	6,2	-0,2	1,5	-1,3	-2,2	4,3	1,7	3,6	3,7	
Importação	1,3	-9,5	13,8	1,0	-1,2	15,6	4,5	3,2	8,8	1,2	0,2	4,9	-2,5	-0,3	-1,8	
Dessazonalização pelo método indireto																
PIB a preços de mercado								1,4	1,0	0,8	0,1	1,2	0,3	0,4	0,3	
PIB ex-agro a preços de mercado								1,3	1,1	0,8	0,2	0,4	0,4	0,4	0,3	
VAB mais cíclicos								1,4	1,6	0,8	0,3	0,2	0,2	0,3	-0,1	
VAB menos cíclicos								0,9	0,2	0,7	-0,4	2,9	0,5	0,3	0,9	

Fontes: IBGE e BC

1/ Eletricidade e gás, água, esgoto e atividades de gestão de resíduos.

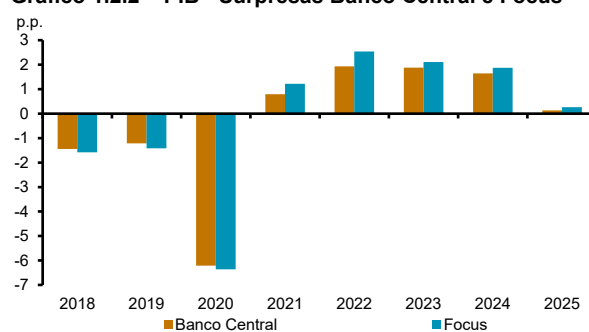
4/ Boxe [Surpresas no crescimento do PIB brasileiro no pós-pandemia](#) do RPM de dezembro de 2025.

Gráfico 1.2.1 – Crescimento anual do PIB



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.2 – PIB - Surpresas Banco Central e Focus



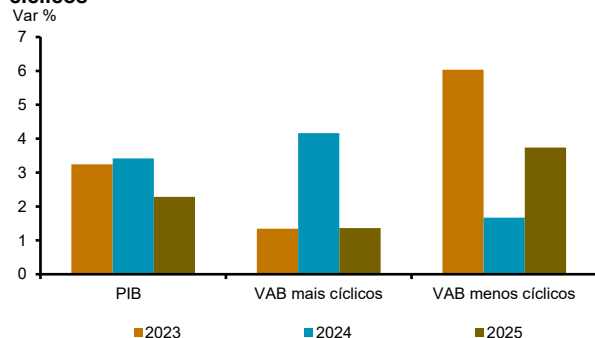
BC: projeção do RPM de dezembro do ano anterior. Focus: mediana (30 dias) do último dia útil do ano anterior.

Fontes: IBGE e BC

A moderação do crescimento em 2025 foi mais intensa nos segmentos mais cíclicos da economia, enquanto os menos sensíveis ao ciclo econômico aceleraram.

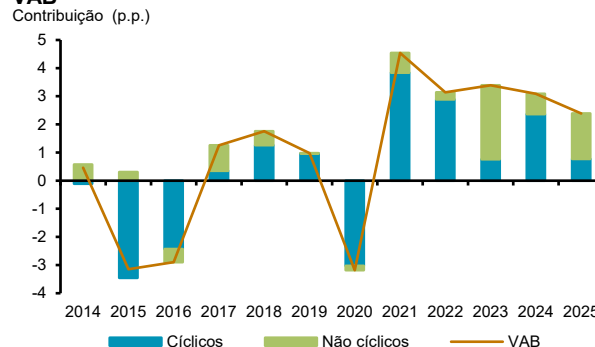
Os setores menos cíclicos avançaram 3,7% em 2025, após crescerem 1,7% no ano anterior, resultado impulsionado pelo forte aumento da agropecuária e da indústria extrativa. Já os setores mais cíclicos perderam dinamismo, registrando alta de 1,4% em 2025, ante 4,2% em 2024, movimento compatível com os efeitos da política monetária restritiva (Gráfico 1.2.3).⁵ Com esses resultados, os setores menos cíclicos contribuíram com 1,6 p.p. para a expansão de 2,4% do Valor Adicionado Bruto (VAB) em 2025, um comportamento similar ao de 2023 e diferente do registrado em 2024, quando o PIB cresceu com expansão robusta da demanda e dos setores mais sensíveis ao ciclo econômico (Gráfico 1.2.4).

Gráfico 1.2.3 – PIB, VAB mais cíclicos e VAB menos cíclicos



Fonte: IBGE e BC

Gráfico 1.2.4 – Decomposição do crescimento anual do VAB

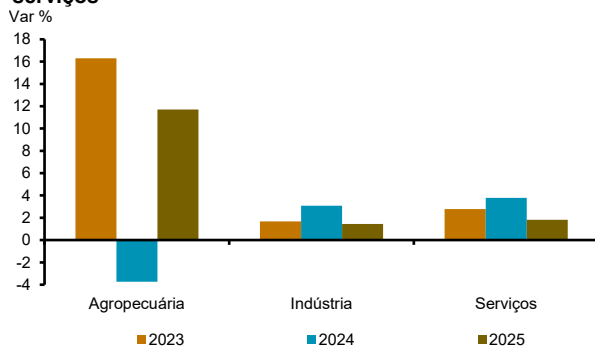


No detalhamento setorial, destacaram-se as fortes expansões da agropecuária e da indústria extrativa.

A agropecuária avançou 11,7% em 2025 após ter recuado 3,7% no ano anterior, impulsionada pela expressiva produção de grãos — especialmente soja e milho — e pelo bom resultado da pecuária (Tabela 1.2.1). A indústria cresceu 1,4% em 2025, abaixo dos 3,1% de 2024, refletindo menor dinamismo da indústria de transformação e da construção. Em sentido oposto, a indústria extrativa, menos sensível à conjuntura doméstica, apresentou forte expansão, sustentada pelo aumento da produção de petróleo e minério de ferro. O setor de serviços também desacelerou, com alta de 1,8%, após 3,8% em 2024 (Gráfico 1.2.5), em meio ao arrefecimento generalizado das atividades, exceto nos serviços de transporte e nos serviços de informação, que cresceram um pouco acima do observado no ano anterior.

5/ Classificação dos setores mais e menos sensíveis ao ciclo econômico, discutida em várias edições anteriores do RPM. As atividades menos cíclicas são: agropecuária; indústria extrativa; atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados; atividades imobiliárias; e administração, defesa, saúde e educação públicas e seguridade social.

Gráfico 1.2.5 – VAB da agropecuária, indústria e serviços

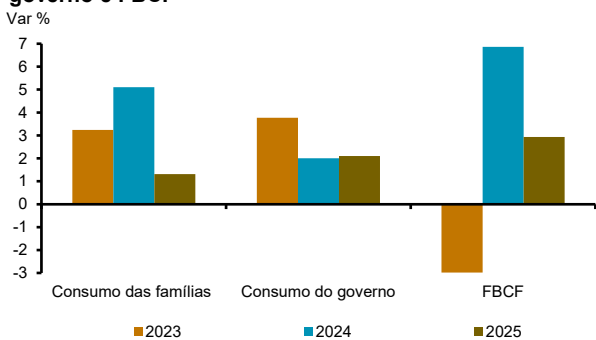


Fonte: IBGE

Em 2025, a demanda interna cresceu em ritmo mais baixo, com reflexo nas importações, mas as exportações aceleraram.

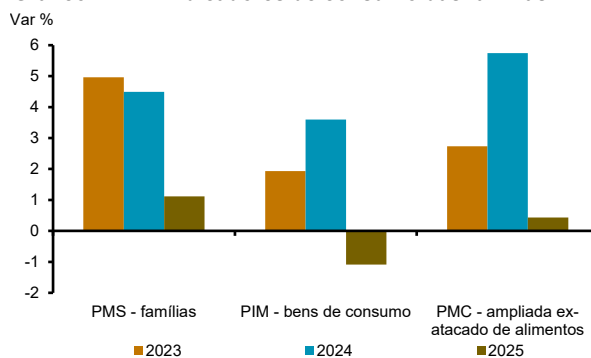
O consumo das famílias cresceu 1,3%, após alta de 5,1% em 2024. A abertura do PIB pelo lado da oferta, bem como indicadores de vendas no comércio varejista, serviços prestados às famílias e produção de bens de consumo, apontam moderação tanto no consumo de bens quanto no de serviços. A FBCF avançou 2,9%, abaixo dos 6,9% do ano anterior, movimento que possivelmente reflete efeitos cumulativos da política monetária mais restritiva. A produção de bens de capital e de insumos típicos da construção civil aponta para um arrefecimento tanto no segmento de máquinas e equipamentos quanto na construção. Por outro lado, a continuidade do forte crescimento dos serviços de tecnologia da informação sugere que esse segmento seguiu contribuindo de forma relevante para os investimentos. O consumo do governo aumentou 2,1% em 2025, taxa similar à registrada em 2024 (Gráficos 1.2.6 a 1.2.8). As importações aumentaram 4,5%, ritmo ainda elevado, porém significativamente inferior aos 15,6% observados em 2024, refletindo o arrefecimento da demanda doméstica (Gráfico 1.2.9). As exportações, por sua vez, cresceram 6,2% em 2025, após alta de 2,8% em 2024, com avanços difundidos entre produtos básicos, manufaturados e semimanufaturados, além de forte expansão dos serviços. Com esses resultados, a demanda interna contribuiu com 2,0 p.p. para o crescimento de 2,3% do PIB em 2025, enquanto o setor externo teve contribuição mais modesta, de 0,3 p.p.

Gráfico 1.2.6 – Consumo das famílias, consumo do governo e FBCF



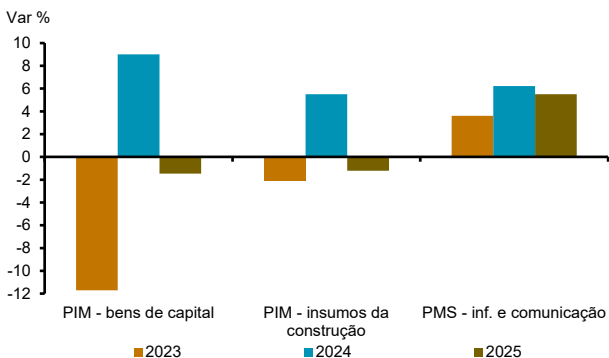
Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.7 – Indicadores de consumo das famílias



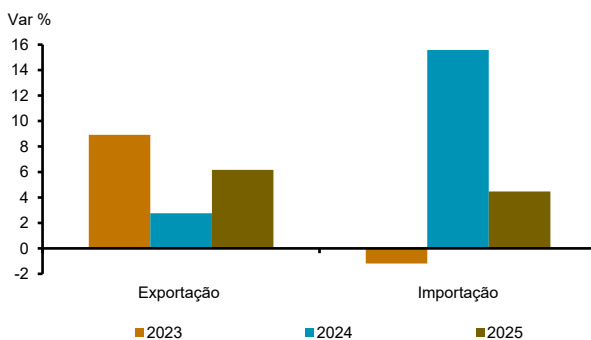
Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.8 – Indicadores de investimentos



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.9 – Exportação e importação



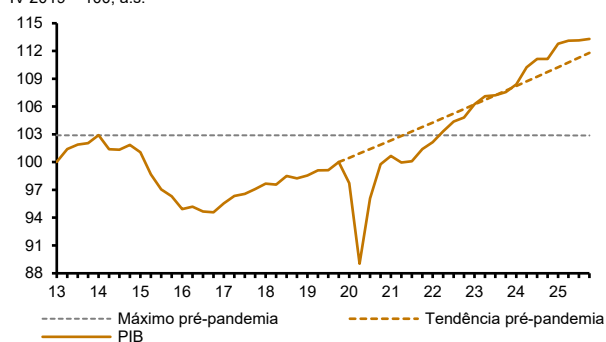
Fonte: IBGE

No quarto trimestre de 2025, o PIB registrou alta de 0,1%, após estabilidade no trimestre anterior.

Pelo lado da oferta, agropecuária e serviços cresceram 0,5% e 0,8%, respectivamente, enquanto a indústria recuou 0,7%, refletindo quedas tanto na indústria de transformação quanto na construção. Nos serviços, o crescimento foi relativamente disseminado entre os segmentos, com destaque para o expressivo avanço dos serviços de intermediação financeira, que haviam recuado no trimestre anterior, e para a continuidade da forte expansão dos serviços de informação. As exceções foram as retrações no comércio e nos transportes. Na demanda interna, o consumo das famílias ficou estável, após ligeira queda no trimestre anterior. A estagnação do consumo no segundo semestre ocorre a despeito da ampliação da renda disponível bruta das famílias e pode estar associada ao aumento do endividamento e do comprometimento de renda com o serviço da dívida. O consumo do governo cresceu 1,0% no quarto trimestre, enquanto a FBCF recuou 3,5%, influenciada pelo efeito base da importação de plataforma de petróleo registrada no terceiro trimestre. No setor externo, as exportações avançaram 3,7%, beneficiadas pelo crescimento dos embarques de produtos básicos, enquanto as importações recuaram 1,8%, resultado também afetado pela importação de plataforma no terceiro trimestre (Gráficos 1.2.10 a 1.2.13).

Gráfico 1.2.10 – PIB - Nível

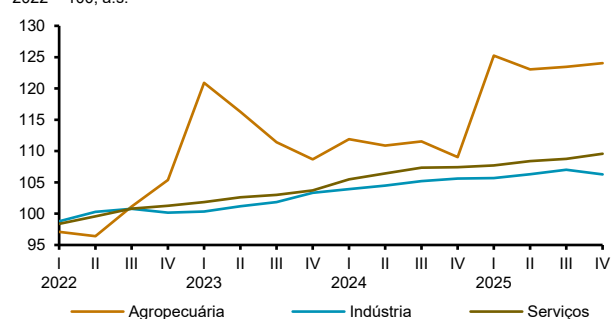
IV 2019 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.11 – VAB da agropecuária, indústria e serviços

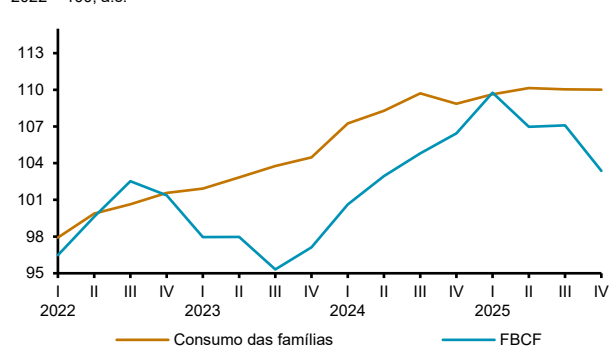
2022 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.12 – Consumo das famílias e FBCF

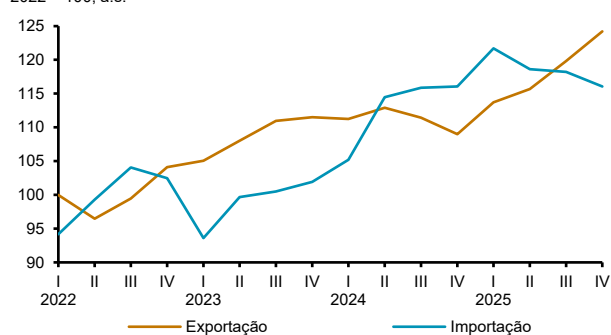
2022 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.13 – Exportação e importação

2022 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

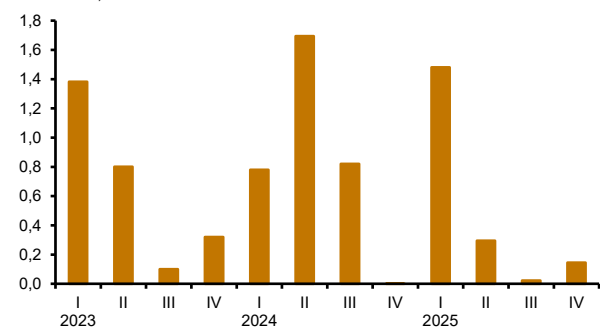
A trajetória do PIB ao longo de 2025 combinou forte expansão no primeiro trimestre com desempenho modesto nos demais, dinâmica influenciada pela agropecuária e sensível ao método de ajuste sazonal empregado.

Pelo ajuste sazonal oficial do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o PIB cresceu 1,5% no primeiro trimestre, desacelerou para 0,3% no segundo e ficou praticamente estável no segundo semestre (Tabela 1.2.1). A exclusão da agropecuária, setor pouco sensível ao ciclo econômico e que registrou alta atipicamente elevada no primeiro trimestre de 2025, altera parcialmente essa leitura, mas mantém o padrão de forte expansão inicial seguida de moderação ao longo do ano. Contudo, pelo método indireto de dessazonalização, que agrega os componentes já dessazonalizados, a trajetória se mostra distinta, especialmente para o PIB ex-agropecuária. Nesse caso, o indicador apresentou crescimentos trimestrais moderados e relativamente homogêneos a partir do primeiro trimestre de 2025, com média de 0,4%, ante alta trimestral média de 0,9% registrada em 2024. Em síntese, enquanto o ajuste oficial sugere forte crescimento no primeiro trimestre, desaceleração no segundo e estabilidade no segundo semestre de 2025, a combinação

de exclusão da agropecuária com o método indireto de dessazonalização indica que a economia avançou em ritmo moderado ao longo de 2025 (Gráficos 1.2.14 e 1.2.15). Como discutido em boxe deste Relatório,⁶ o PIB deve voltar a apresentar uma alta expressiva no primeiro trimestre de 2026, repetindo o padrão de 2025, quando se considera o ajuste sazonal oficial. Já a leitura baseada no PIB excluindo agropecuária e no método indireto de dessazonalização mostra crescimento mais contido no início de 2026, apenas um pouco acima do patamar observado ao longo de 2025. Dada a elevada sensibilidade da leitura do crescimento à dinâmica da agropecuária e ao método de ajuste sazonal, o acompanhamento de um conjunto amplo de indicadores — inclusive de maior frequência — permanece fundamental para uma avaliação mais precisa do ritmo de crescimento da economia.

Gráfico 1.2.14 – PIB - ajuste direto

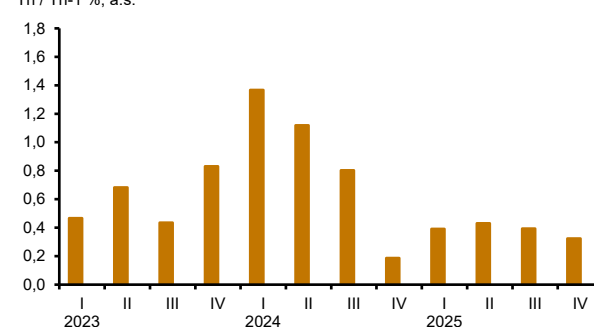
Tri / Tri-1 %, a.s.



Fontes: IBGE

Gráfico 1.2.15 – PIB ex-agro - ajuste indireto

Tri / Tri-1 %, a.s.



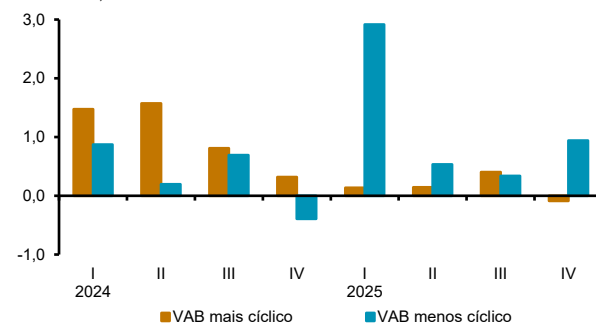
Fontes: IBGE e BC

Os setores mais cíclicos da economia apresentaram desempenho modesto ao longo de 2025, enquanto os menos cíclicos mostraram maior dinamismo.

Como mencionado, o PIB excluindo o setor agropecuário cresceu, em média, 0,9% ao trimestre em 2024 e 0,4% em 2025, considerando ajuste sazonal pelo método indireto. Quando se considera um universo mais restrito, reunindo somente os setores mais sensíveis ao ciclo econômico,⁷ a desaceleração torna-se mais nítida: o crescimento trimestral médio recuou de 1,0% em 2024 para 0,2% em 2025. Os setores menos cíclicos, por sua vez, registraram resultados mais robustos em 2025, com expansão trimestral média de 1,2%, ante 0,3% em 2024, desempenho influenciado pela dinâmica da agropecuária, além da indústria extrativa e dos serviços de intermediação financeira (Gráfico 1.2.16).

Gráfico 1.2.16 – VAB mais cíclico e VAB menos cíclico - método indireto

Tri / Tri-1 %, a.s.



Fontes: IBGE e BC

Os dados disponíveis até a data de corte deste Relatório apontam, de forma geral, para crescimento da atividade econômica no início de 2026.

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) e sua versão que exclui o setor agropecuário cresceram em janeiro, após registrarem quedas em dezembro, movimento semelhante ao observado na produção industrial, nas vendas do comércio varejista no conceito ampliado excluindo o atacado de alimentos e na receita de serviços. No segmento de serviços prestados às famílias, porém, houve dinâmica distinta, com recuo acentuado após três meses de altas moderadas

6/ Discussão mais detalhada sobre incertezas acerca do ritmo da expansão da economia associadas ao ajuste sazonal é apresentada no boxe [Ajuste sazonal e incerteza sobre o ritmo de crescimento no início de 2026](#) deste Relatório.

7/ Mesma classificação já apresentada na nota de rodapé 5.

(Gráficos 1.2.17 e 1.2.18). Indicadores coincidentes mostram sinais mistos para fevereiro. De um lado, métricas associadas à produção industrial — como tráfego de caminhões em rodovias e expedição de papel ondulado — sugerem avanço do setor. Por outro lado, indicadores baseados em vendas com cartões e outros meios eletrônicos de pagamento apontam para um quadro mais heterogêneo, sinalizando incerteza quanto ao ritmo da atividade no mês. A isenção ou redução do Imposto de Renda para Pessoas Físicas (IRPF) para as faixas de menor renda e o aumento do salário mínimo tendem a contribuir para a aceleração da atividade econômica no primeiro trimestre. Contudo, os efeitos dessas medidas ainda não são claramente perceptíveis nos indicadores coincidentes de fevereiro, mês em que começam a afetar a renda das famílias, nem na confiança dos consumidores, que recuou no mês.

Gráfico 1.2.17 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br)

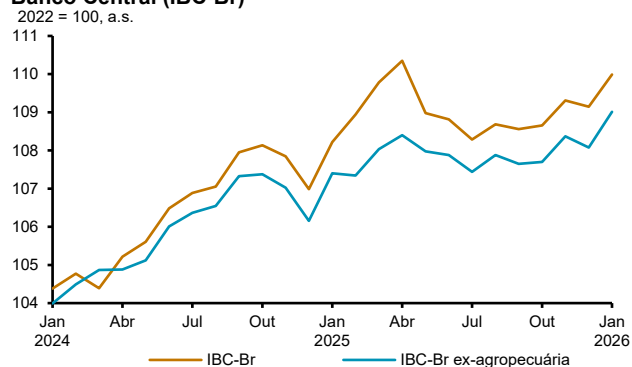


Gráfico 1.2.18 – Indicadores de atividade econômica

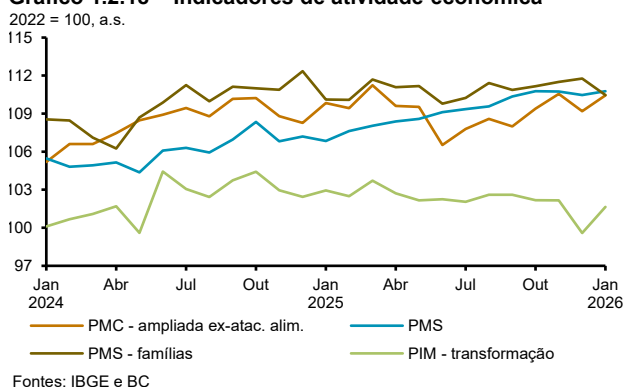


Tabela 1.2.2 – Indicadores coincidentes da atividade

Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %									
	2025					2026				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	1º Bi ¹	
Circulação de veículos pesados	1,7	-0,8	1,7	0,6	-1,0	-3,4	2,0	0,5	-0,4	
Expedição de papelão ondulado	1,6	-0,9	0,8	1,3	-0,4	-3,7	2,7	0,4	0,2	
Produção de veículos leves	2,4	-0,8	2,9	-0,2	-4,0	-2,9	-3,5	9,7	-2,2	
Produção de caminhões	3,3	-14,9	-3,1	-7,6	4,9	-26,1	27,6	-2,5	3,8	
Licenciamento de veículos	2,8	-4,6	8,0	0,1	-4,0	6,5	-6,3	8,7	0,5	
Índice Cielo de varejo ampliado	0,1	0,1	-0,0	0,1	0,2	-0,7	0,2	0,8	0,2	
IGET ampliado	1,2	-0,2	-0,2	-0,5	1,6	-0,0	-3,3	0,3	-2,6	
IGET serviços às famílias	-0,2	3,6	-4,2	-3,5	4,5	-1,6	4,8	-5,3	2,4	
IDAT bens ²	-1,3	1,0	-0,5	0,9	0,0	-0,8	2,8	-1,4	1,5	
IDAT serviços ²	-1,6	2,2	-1,4	-1,0	4,1	-2,3	-0,6	-0,3	-1,0	

Fontes: ABCR, ABPO/Empapel, Anfavea, Fenabrave, Cielo, Santander e Itaú.

¹ Média de janeiro e fevereiro de 2026 ante 4º tri de 2025.

² Meios de pagamentos expandidos.

Conforme detalhado em box deste Relatório, a projeção de crescimento do PIB para 2026 permanece em 1,6%, mesmo valor divulgado no Relatório de dezembro. A manutenção da projeção para o PIB agregado reflete o resultado do quarto trimestre de 2025, que ficou muito próximo do esperado, bem como a preservação do cenário de crescimento trimestral moderado ao longo de 2026. Contudo, embora o PIB agregado do quarto trimestre tenha ficado em linha com o previsto pelo BC, seus componentes apresentaram surpresas: de modo geral, os serviços superaram as expectativas, ao passo que a indústria e a demanda interna cresceram abaixo do esperado à época da elaboração do Relatório anterior, o que afetou as projeções dos componentes da oferta e da demanda para 2026. O recente conflito no Oriente Médio eleva o grau de incerteza ao redor das previsões. Em caso de prolongamento, seus efeitos devem ficar mais nítidos. Embora alguns setores da economia brasileira, especialmente o petrolífero, possam se beneficiar, os efeitos agregados

predominantes do conflito, na economia global e na doméstica, devem ser os usuais de um choque negativo de oferta, aumentando a inflação e diminuindo o crescimento.⁸

Mercado de trabalho

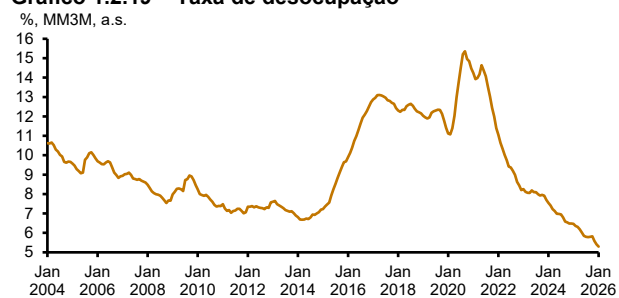
O mercado de trabalho segue aquecido, com recuo do desemprego e expansão do salário médio real.

Em 2025, a taxa de desocupação continuou em queda, a economia criou um número expressivo de postos formais de trabalho e os salários reais cresceram. No curto prazo, após um trimestre de estabilidade, a taxa de desocupação voltou a recuar no trimestre finalizado em janeiro, com destaque para o aumento das ocupações formais. Adicionalmente, medidas de salário real, especialmente o rendimento médio do trabalho segundo a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), continuaram crescendo no último trimestre.

A taxa de desocupação atinge novo mínimo histórico, com retomada do crescimento da população ocupada no último trimestre.

A taxa de desocupação, segundo a PNAD Contínua, recuou para 5,3% no trimestre encerrado em janeiro, ante 5,8% no trimestre terminado em outubro, alcançando o menor nível das últimas décadas (Gráfico 1.2.19)⁹. Por sua vez, no mesmo período, a taxa de participação na força de trabalho variou 0,1 p.p. e atingiu 62,1%, mantendo-se abaixo do nível de meados de 2022 (Gráfico 1.2.20). Com a força de trabalho crescendo 0,3%, o recuo da taxa de desocupação no trimestre decorreu do incremento de 0,8% da população ocupada (altas de 1,0% na ocupação formal e de 0,3% na informal), revertendo a queda de 0,3% observada no trimestre encerrado em outubro. Em perspectiva mais longa e com o último trimestre de cada ano como referência, a taxa de desocupação caiu pelo quinto ano seguido, partindo de 14,5% em 2020, passando por 6,5% em 2024 e chegando a 5,4% em 2025.¹⁰ Para comparação, o menor valor da taxa de desocupação na série do Gráfico 1.2.19 antes da pandemia havia sido 6,7% em março de 2014.

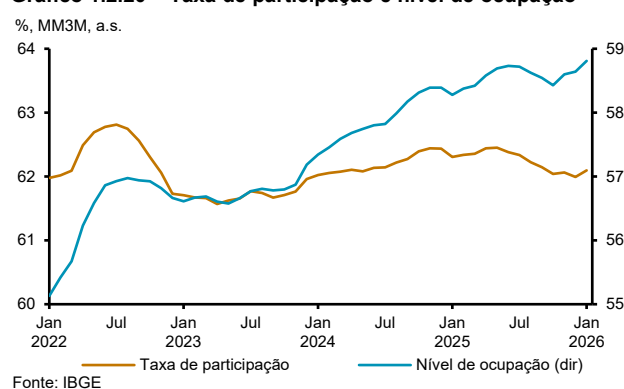
Gráfico 1.2.19 – Taxa de desocupação¹



¹ Versão atualizada da taxa de desocupação retropolada estimada de acordo com Alves, S. A. L. e Fasolo, A. M., Not Just Another Mixed Frequency Paper, Banco Central do Brasil (2015), Working Paper n. 400.

Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.20 – Taxa de participação e nível de ocupação



Fonte: IBGE

A geração de empregos com carteira continua robusta, embora em desaceleração.

Segundo dados do Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged), dessazonalizados pelo BC, foram gerados, em média, 63 mil empregos por mês no trimestre encerrado em janeiro, abaixo dos 83 mil verificados no trimestre terminado em outubro e dos 109 mil nos três meses encerrados em julho (Gráfico 1.2.21). Em 2025, o saldo de empregos atingiu 1,3 milhão, 420 mil postos a menos do que em 2024. Apesar da desaceleração, o patamar de geração de postos de trabalho permanece elevado, correspondendo a uma expansão de 2,7% do estoque de vagas, ritmo bastante superior ao crescimento de 0,8% da população em idade de trabalhar no período. Mesmo o nível mais baixo de geração observado no último trimestre, 63 mil, ainda equivale a uma taxa de crescimento anualizada de 1,6% do estoque de vagas. Corroborando a resiliência do mercado de trabalho, também segundo dados do Novo Caged, a participação dos desligamentos voluntários no total de desligamentos permaneceu alta (Gráfico 1.2.22).

8/ Ver o boxe [Choques de oferta, preços e consumo](#) do RI de março de 2022.

9/ Segundo dados da PNAD Contínua, retropolados conforme Alves e Fasolo (2015) e dessazonalizados.

10/ Ainda segundo dados dessazonalizados.

Gráfico 1.2.21 – Geração de emprego formal

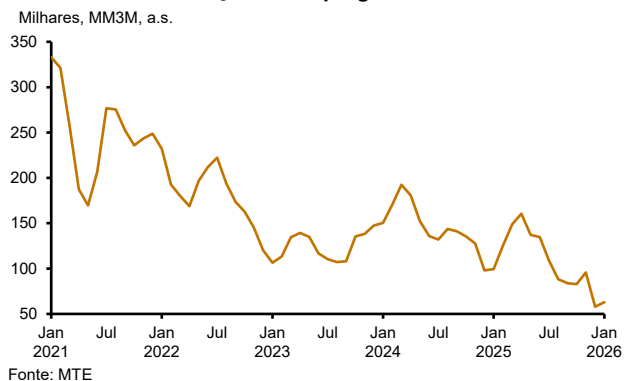
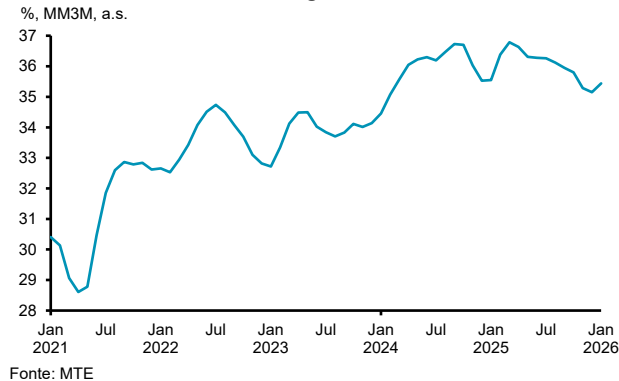
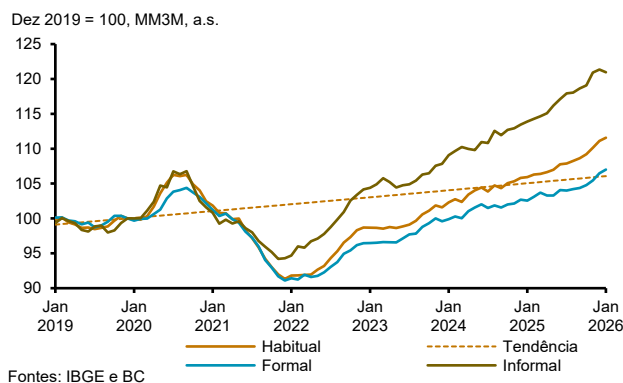


Gráfico 1.2.22 – Taxa de desligamento voluntário



O rendimento médio do trabalho medido pela PNAD Contínua segue crescendo fortemente em termos reais, inclusive acelerando em relação à tendência do primeiro semestre de 2025. No segundo semestre de 2025, o rendimento médio real habitual cresceu a uma taxa trimestral média de 1,5%, com aceleração relevante em relação à taxa média de 0,9% registrada no primeiro semestre. No trimestre finalizado em janeiro, o rendimento médio real habitual aumentou 2,2%, bem acima do crescimento de 1,2% observado no trimestre anterior, com ganhos tanto entre trabalhadores formais quanto informais. Considerando-se a variação interanual, o rendimento médio habitual atingiu alta nominal de 10,0% no trimestre finalizado em janeiro, equivalente a um crescimento real de 5,4%. Esse elevado ritmo de crescimento é superior ao observado nos trimestres anteriores, de 3,9% e 3,8% em outubro e julho, respectivamente. Em perspectiva mais longa, o rendimento médio real está 12,7% acima da média de 2019 e 5,2% acima do nível que seria obtido extrapolando-se a tendência de crescimento do período pré-pandemia, de 2017 a 2019 (Gráfico 1.2.23).

Gráfico 1.2.23 – Rendimento médio real do trabalho



Nos últimos anos o crescimento real do rendimento médio tem superado o crescimento da produtividade do trabalho. Como apresentado em box deste Relatório, a produtividade do trabalho, medida pela razão entre o VAB e a população ocupada, cresceu em média 0,6% desde 2019.¹¹ Excluindo o desempenho da agropecuária, o crescimento médio diminuiu para 0,2% ao ano. Na média do mesmo período, o rendimento médio real habitual segundo a PNAD Contínua cresceu 1,5% (altas de 0,8% nos formais e de 3,0% nos informais). Em 2025, em particular, a produtividade e o rendimento médio do trabalho cresceram 0,6% e 4,1%, respectivamente.

Indicadores complementares da dinâmica salarial seguem indicando crescimento real, ainda que em menor magnitude do que a PNAD. Os salários reais de admissão¹² (dados dessazonalizados) cresceram 1,1% no trimestre encerrado em janeiro, após variação de 0,7% observada no trimestre anterior, segundo o

11/ Boxe [Evolução recente da produtividade do trabalho](#). A produtividade do trabalho é definida como a razão entre o VAB e a população ocupada (PO).

12/ O salário médio de admissão apresenta maior aderência com o ciclo econômico do que o salário de desligamento, motivo pelo qual a análise privilegia essa métrica nos dados do Novo Caged. Dada a mudança do Caged para o Novo Caged, em 2020, os dados devem ser vistos com cautela e a análise foca no período mais recente. Mais referências sobre as mudanças no Caged estão disponíveis na seção de mercado de trabalho dos Relatórios de Inflação de março e dezembro de 2021.

Novo Caged (Gráfico 1.2.24). Na comparação com igual período do ano anterior, o aumento real foi de 2,2% (correspondente a alta nominal de 6,7%), superando em 0,8 p.p. a variação registrada no trimestre finalizado em outubro. Esses dados, portanto, reafirmam a aceleração do último trimestre observada nos dados da PNAD. Os reajustes dos salários nominais coletados das Convenções Coletivas de Trabalho (CCT)¹³, que abrangem o mercado formal privado, foram em média de 5,7% no trimestre dezembro-fevereiro (Gráfico 1.2.25), com 71% das negociações superando a inflação passada. Em termos reais, o reajuste médio no trimestre foi de 0,5%, inferior ao observado no mesmo período do ano anterior, 0,9%, quando os reajustes nominais haviam sido 4,9%.

Gráfico 1.2.24 – Salário de admissão

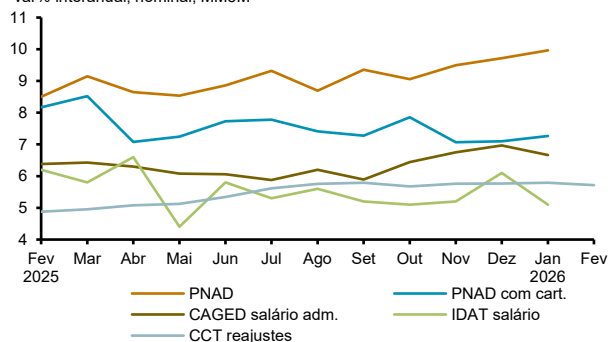
Reais de jan 2026, MM3M, a.s.



Fonte: MTE

Gráfico 1.2.25 – Salários e rendimentos

var% interanual, nominal, MM3M



Fontes: IBGE, MTE, Itau e BC

A renda das famílias, que manteve crescimento robusto em 2025, acelerou no trimestre encerrado em janeiro de 2026.

Em 2025, a Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias (RNDBF), que inclui outras fontes de renda além do trabalho, cresceu 4,7% em termos reais, no conceito restrito, ante 5,9% em 2024 e 7,5% em 2023 (Gráficos 1.2.26 e 1.2.27).¹⁴ Apesar da desaceleração, a alta registrada em 2025 foi expressiva. No período mais recente, a RNDBF real aumentou 1,8% no trimestre findo em janeiro, após ajuste sazonal, também considerando o conceito restrito. No trimestre anterior o aumento havia sido de 0,5%. A aceleração no trimestre reflete, principalmente, a evolução da massa de rendimento do trabalho, com a retomada do crescimento da população ocupada e o avanço do rendimento efetivo médio. Nos próximos meses, a RNDBF deverá se beneficiar do aumento real do salário mínimo, que afeta tanto o rendimento do trabalho como o de benefícios sociais, da isenção ou redução do IRPF para as faixas de menor renda e da liberação da segunda parcela de recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) retidos de trabalhadores que aderiram ao saque-aniversário e foram demitidos sem justa causa.

Gráfico 1.2.26 – Renda nacional disponível bruta das famílias restrita

Bilhões de reais de nov-jan 2026, MM3M, a.s.

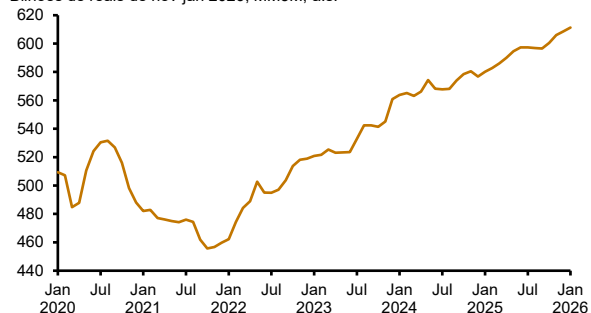
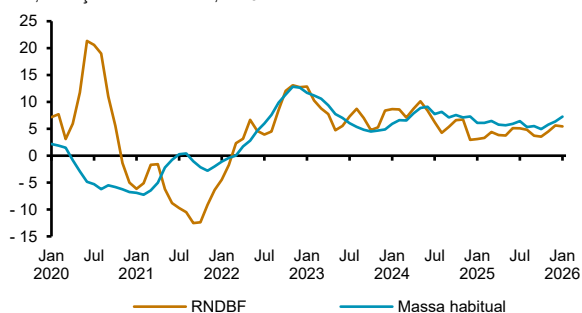


Gráfico 1.2.27 – Renda nacional disponível bruta das famílias restrita e massa de rendimentos habitual

%, Variação interanual real, MM3M



Fontes: BC e IBGE

13/ Referem-se à média simples dos reajustes nominais das convenções coletivas de trabalho de São Paulo e do Rio de Janeiro pelo critério de data de registro no Sistema de Negociações Coletivas de Trabalho (Mediador) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). As convenções consideradas são aquelas para as quais foi possível capturar adequadamente o percentual de reajuste acordado.

14/ Estimativa mensal da RNDBF, calculada pelo BC. Mais informações na Nota Técnica número 55, de dezembro de 2021. No conceito restrito, a RNDBF é composta por três componentes: remuneração do trabalho, benefícios sociais e transferências correntes pagas. Portanto, da RNDBF total são excluídas rendas de aluguel e rendas de propriedade.

Crédito

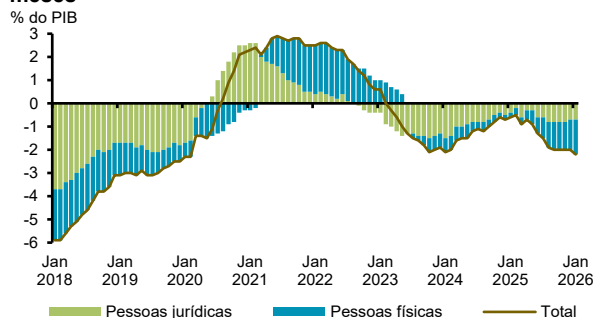
As condições do mercado de crédito tornaram-se mais restritivas em 2025, em linha com o aperto monetário implementado.

Acompanhando o movimento da taxa Selic, as taxas de juros das concessões de crédito subiram de forma disseminada em relação a 2024. Quanto às concessões de crédito, no segmento de pessoas físicas, houve desaceleração significativa nas modalidades de longo prazo, ao mesmo tempo em que aumentou o uso de linhas emergenciais, sinalizando maior pressão sobre o orçamento das famílias.¹⁵ Entre as empresas, o crédito livre arrefeceu, com parte da demanda migrando para o crédito direcionado e para o mercado de capitais. Nesse contexto, de moderação das concessões e alta de taxas de juros, os pagamentos líquidos¹⁶ de empresas e famílias ao Sistema Financeiro Nacional (SFN) ampliaram-se, resultando em impulso de crédito negativo no ano.¹⁷ Por fim, o endividamento e o comprometimento da renda das famílias aproximaram-se dos recordes históricos, enquanto a inadimplência subiu, refletindo tanto o aumento efetivo dos atrasos quanto os efeitos de novas normas contábeis.

O fluxo financeiro nas operações de crédito entre o setor real e o SFN aprofundou-se em terreno negativo em 2025, especialmente no crédito com recursos livres.

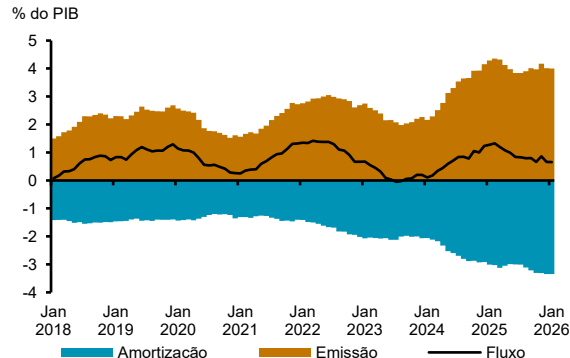
Os pagamentos líquidos subiram de 0,7% do PIB, em 2024, para 2,0% em 2025, e 2,2% em janeiro de 2026 (Gráfico 1.2.28). No segmento de pessoas físicas, houve impulso negativo do crédito equivalente a 1,1% do PIB em 2025, refletindo aumento nos pagamentos líquidos do crédito livre e redução na concessão líquida do crédito direcionado, especialmente do crédito rural. No crédito a pessoas jurídicas, o impulso também foi negativo, da ordem de 0,2% do PIB, com aumento nos pagamentos líquidos do crédito livre e expansão na concessão líquida do crédito direcionado, com destaque para as operações do Programa Emergencial de Acesso a Crédito (PEAC-FGI). O financiamento das empresas no mercado de capitais, embora ainda robusto, recuou em relação a 2024 (Gráfico 1.2.29), resultando em impulso negativo de 0,6% do PIB em 2025.

Gráfico 1.2.28 – Fluxo financeiro acumulado em 12 meses



Fluxo financeiro: Concessões - Pagamentos

Gráfico 1.2.29 – Decomposição do fluxo financeiro de debêntures acumulado em 12 meses



O crédito do SFN a empresas e famílias desacelerou em 2025.

A variação interanual do saldo passou de 11,5%, em dezembro de 2024, para 10,3% em dezembro de 2025, e 10,1% em janeiro de 2026 (Gráficos 1.2.30 e 1.2.31). No segmento de pessoas físicas, o ritmo de expansão cedeu 0,9 p.p. em 2025, refletindo moderação do crédito direcionado, particularmente do crédito rural, enquanto o crescimento do crédito livre aumentou marginalmente, sustentado pelo crédito consignado a trabalhadores do setor privado e pelo crédito emergencial. Entre as empresas, o crescimento recuou 1,7 p.p. no ano, com o arrefecimento concentrado no segmento livre, especialmente nas operações de desconto de duplicatas e recebíveis. Em sentido oposto, o saldo das operações com recursos direcionados seguiu em alta, impulsionado pelas operações do PEAC-FGI, do crédito rural e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

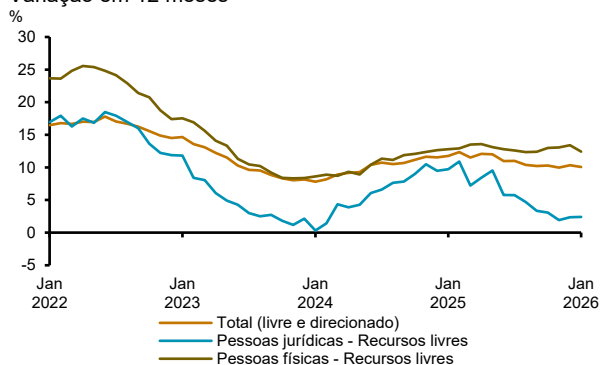
15/ Na análise presente nesse capítulo, no crédito a pessoas físicas com recursos livres, o crédito de longo prazo é composto por crédito pessoal não consignado, crédito consignado, financiamento de veículos e de outros bens, e arrendamento mercantil; enquanto o crédito emergencial inclui cheque especial, cartão de crédito rotativo e parcelado.

16/ O conceito de fluxo financeiro foi apresentado no box [Fluxo financeiro e impulso de crédito](#), publicado no RI de setembro de 2021. O box [Fluxo financeiro e impulso de crédito em 2024](#) foi publicado no RPM de março de 2025, com dados até janeiro de 2025.

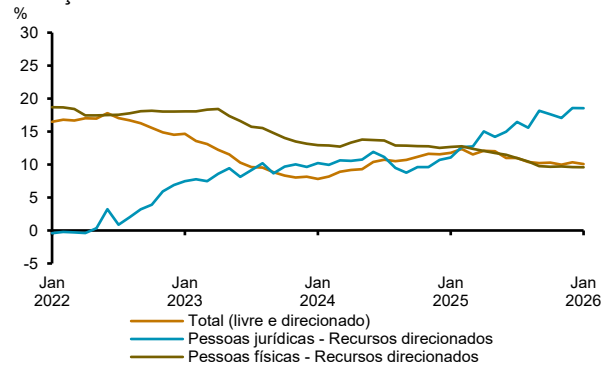
17/ Como definido de forma detalhada nos boxes citados na nota de rodapé anterior, o impulso de crédito é definido como a variação no fluxo financeiro. Este, por sua vez, é definido como a diferença entre as concessões de crédito feitas pelas instituições financeiras e os pagamentos relativos a operações de crédito feitos pelos devedores ao SFN.

Gráfico 1.2.30 – Saldo do crédito livre do SFN

Variação em 12 meses

**Gráfico 1.2.31 – Saldo do crédito direcionado do SFN**

Variação em 12 meses

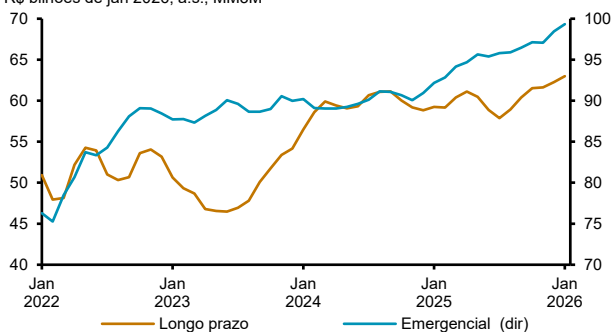


Em 2025, as concessões do crédito livre a pessoas físicas desaceleraram, mas com dinâmicas distintas entre as modalidades.

O crescimento real das concessões das modalidades de longo prazo recuou de 21,6%, em 2024, para 1,1% em 2025 (Gráfico 1.2.32). Houve moderação disseminada entre as modalidades desse grupo, exceto no consignado privado, que ganhou tração após as mudanças introduzidas em março, discutidas em boxe do Relatório de setembro de 2025 (Gráfico 1.2.33).¹⁸ As concessões de longo prazo chegaram a recuar no meio do ano, em razão da queda nas concessões do consignado para aposentados e pensionistas do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), associada a novos controles na aprovação de crédito. Posteriormente, houve leve recuperação, com retomada parcial no consignado do INSS e aumento nos financiamentos de veículos. O ritmo de crescimento das concessões do crédito emergencial, por sua vez, subiu de 2,4% em 2024 para 6,0% em 2025, com maior utilização das linhas de cartão de crédito financiado e cheque especial. Boxe deste Relatório traz uma análise da heterogeneidade na resposta das concessões de crédito à política monetária.¹⁹

Gráfico 1.2.32 – Concessão de crédito livre - PF

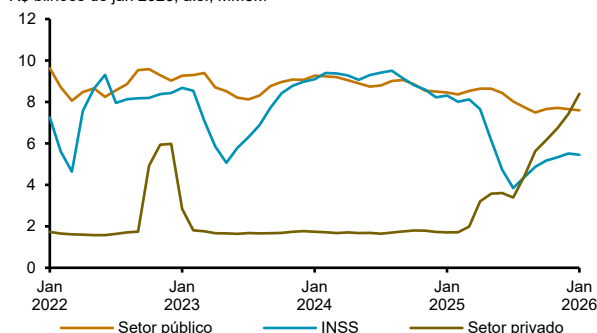
R\$ bilhões de jan 2026, a.s., MM3M



Mod. longo prazo: consignado, não consignado, veículos, outros bens e leasing. Crédito emergencial: cartão rotativo e parcelado e cheque especial.

Gráfico 1.2.33 – Concessão de crédito livre a pessoas físicas - Consignado

R\$ bilhões de jan 2026, a.s., MM3M



O financiamento das empresas no segmento de crédito livre arrefeceu de forma mais acentuada em 2025, com parte da demanda migrando para o crédito direcionado e para o mercado de capitais.

O crescimento real das concessões no crédito livre para pessoas jurídicas diminuiu de 13,1%, em 2024, para 2,6% em 2025. As contratações das operações de desconto de recebíveis recuaram significativamente a partir de junho, mesmo após a retirada do aumento da alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre as operações de risco sacado (Gráfico 1.2.34).²⁰ Parte da demanda de crédito das empresas de micro, pequeno e médio porte deve ter sido atendida pelas operações do PEAC-FGI, enquanto a das empresas de grande porte pelo

18/ Mais informações no boxe [Novo crédito consignado privado](#), publicado no RPM de setembro de 2025.

19/ Veja o boxe [Política Monetária e o canal de crédito: resposta das concessões bancárias às mudanças na taxa Selic](#).

20/ Em maio o Governo Federal elevou as alíquotas do IOF e do IOF Adicional nas operações de crédito para pessoas jurídicas e equiparou as operações de "risco sacado" a operações de crédito, passando a cobrar o imposto nessas operações. Posteriormente, o Governo retirou o aumento na alíquota adicional e isentou sua incidência sobre as operações de "risco sacado". Na sequência, o Congresso Nacional sustou os efeitos dos decretos do Governo, restabelecendo a redação vigente anteriormente. Depois de quase dois meses de discussão jurídica, o aumento do IOF cobrado nas operações de crédito às empresas se tornou permanente em meados de julho, após decisão do Supremo Tribunal Federal (STF). Nessa decisão, as operações de risco sacado, que são classificadas dentro de operações de desconto de recebíveis, continuaram isentas da cobrança.

mercado de capitais (Gráfico 1.2.35). A captação por meio da emissão de debêntures e notas promissórias atingiu patamar elevado no final de 2025, em ambiente de *spreads* reduzidos e forte demanda.

Gráfico 1.2.34 – Concessão de crédito livre a pessoas jurídicas

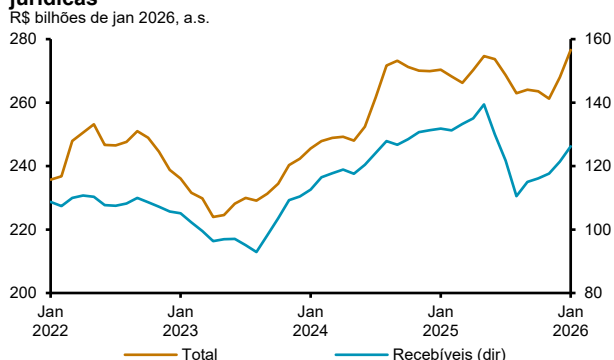
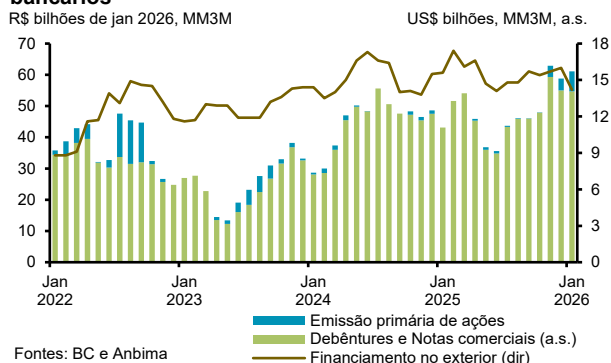


Gráfico 1.2.35 – Financiamentos corporativos não bancários



Fontes: BC e Anbima

No crédito com recursos direcionados, as concessões recuaram no segmento de pessoas físicas e aumentaram no de pessoas jurídicas. As concessões para famílias diminuíram 7,8% no ano, em termos reais.

As concessões de crédito rural no mercado bancário recuaram de forma mais acentuada (Gráfico 1.2.36), impactadas pelo aumento da inadimplência no segmento e pela migração de parte do financiamento para o mercado de capitais, por meio da emissão de Cédula de Produto Rural (CPR). As operações de financiamento imobiliário registraram queda na média do ano, afetadas pelo encarecimento do crédito, mas tiveram alguma recuperação nos últimos meses. Esse movimento pode já refletir uma resposta inicial às mudanças nas regras da modalidade, introduzidas em outubro.²¹ O aumento das operações com recursos do FGTS e ligadas ao programa Minha Casa Minha Vida (MCMV) também contribuiu para essa recuperação. Entre as empresas, as concessões de crédito direcionado aumentaram 27,9% em 2025, impulsionadas pelas operações de PEAC-FGI, BNDES e crédito rural (Gráfico 1.2.37).

Gráfico 1.2.36 – Concessão de crédito a pessoas físicas com recursos direcionados

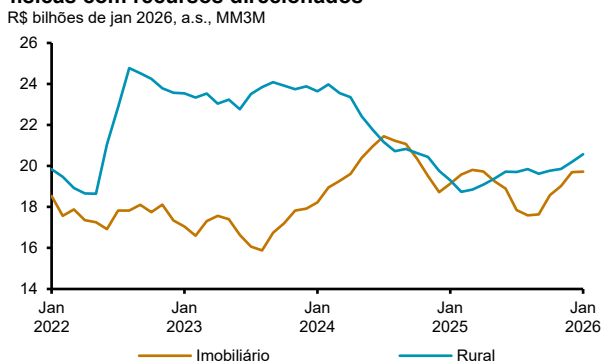
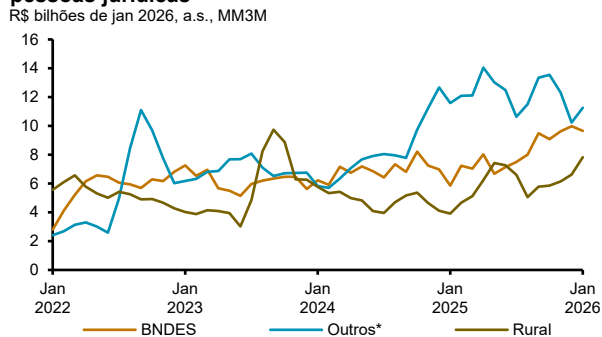


Gráfico 1.2.37 – Concessão de crédito direcionado a pessoas jurídicas



* Inclui Pronampe, PEAC, PESE, entre outros.

As taxas de juros do crédito livre acompanharam a trajetória da taxa Selic, com elevação inicial seguida de relativa estabilidade após a manutenção da taxa básica em 15% a partir de julho. O aumento das taxas foi mais expressivo no primeiro semestre, quando a taxa básica foi elevada em 3,0 p.p. A taxa média das modalidades de longo prazo do crédito livre a pessoas físicas aumentou 3,3 p.p. nesse período, e a do crédito livre a pessoas jurídicas, 2,6 p.p. (Gráficos 1.2.38 e 1.2.39). No segundo semestre, as taxas do crédito livre passaram a apresentar pequenas oscilações, sem tendência definida, à exceção do crédito pessoal não consignado. Nessa modalidade, um de seus componentes, que é a antecipação do saque aniversário do FGTS, passou a operar sob maiores restrições a partir de novembro. Consequentemente, essas operações, que possuem taxas de juros significativamente inferiores à média do crédito pessoal não consignado, diminuíram.

21/ A Resolução CMN 5.255, de 10/10/2025, alterou os critérios para contratação de operação de crédito imobiliário com recursos de depósitos de poupança, e a Resolução BCB 512, de 10/10/2025, alterou as regras do recolhimento compulsório sobre recursos de depósitos de poupança. Os resultados da mais recente Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito (PTC), que teve coleta de dados em janeiro e fevereiro desse ano, mostram que as condições de oferta se tornaram mais flexíveis no quarto trimestre de 2025, com destaque para a redução das restrições associadas ao custo ou à disponibilidade de *funding*, e que a expectativa é que se tornem ainda mais flexíveis no primeiro trimestre deste ano.

Esse efeito composição explica o aumento das taxas de juros médias das concessões de crédito pessoal não consignado nos últimos meses.

Gráfico 1.2.38 – Taxas de juros do crédito livre - PF

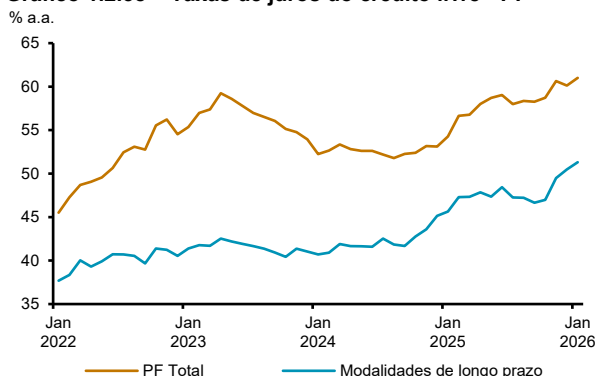
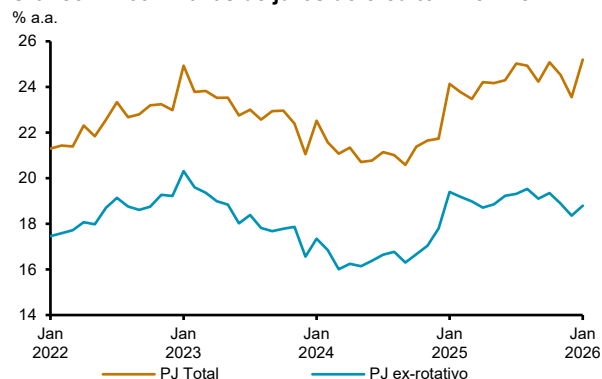


Gráfico 1.2.39 – Taxas de juros do crédito livre - PJ



A inadimplência do crédito do SFN subiu ao longo de 2025, refletindo tanto o aumento conjuntural dos atrasos quanto os efeitos das novas regras de contabilização de instrumentos financeiros vigentes a partir de janeiro. A taxa de inadimplência subiu 1,1 p.p. em 2025, encerrando o ano em 4,0% (Gráfico 1.2.40).

Desse aumento, estima-se que 51% decorram das novas regras introduzidas pela Resolução CMN 4.966, conforme metodologia descrita no box “Impacto na taxa de inadimplência decorrente das novas regras de contabilização de instrumentos financeiros”, do Relatório de setembro de 2025.²² No detalhamento por segmento, o aumento foi mais acentuado na carteira de crédito a pessoas físicas, com alta de 1,5 p.p. (impacto estimado da mudança normativa: 46%). Nesse segmento, os atrasos no crédito livre cresceram, principalmente em cartão de crédito e crédito pessoal não consignado, modalidades constituídas na maior parte por operações sem garantia. No crédito direcionado a pessoas físicas, a inadimplência do crédito rural aumentou de forma acentuada e atingiu valores recordes (Gráfico 1.2.41). Entre as pessoas jurídicas, a inadimplência aumentou 0,4 p.p. no ano (impacto estimado da mudança normativa: 74%).

Gráfico 1.2.40 – Inadimplência do crédito no SFN

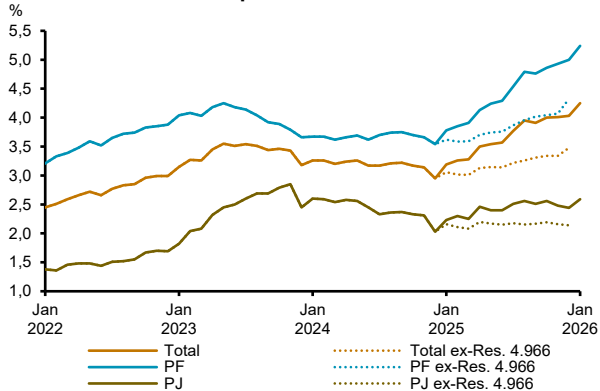
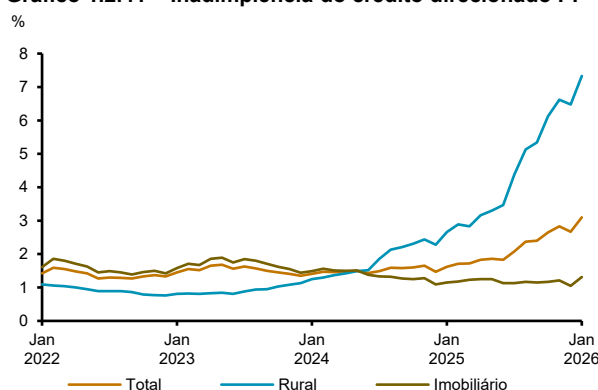


Gráfico 1.2.41 – Inadimplência do crédito direcionado PF

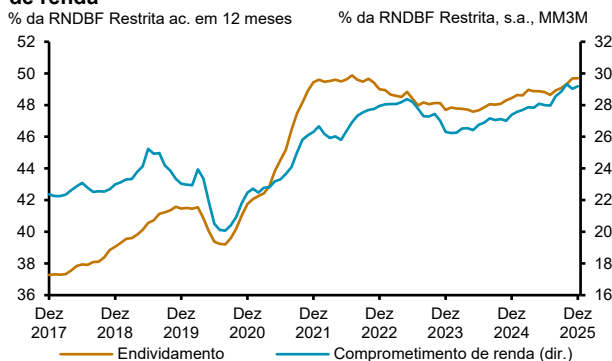


Os indicadores de endividamento e comprometimento da renda das famílias aumentaram pelo segundo ano consecutivo, permanecendo em níveis elevados. Apesar da evolução favorável do mercado de trabalho e em especial da renda, o endividamento das famílias aumentou 1,3 p.p. no ano, aproximando-se do recorde na série, em contexto de mudanças no crédito consignado privado e maior demanda por crédito emergencial.

O comprometimento da renda com pagamentos de operações de crédito, mais sensível aos movimentos nas taxas de juros e à maior expansão do crédito emergencial, tipicamente com taxas mais elevadas, alcançou nível recorde no quarto trimestre (Gráfico 1.2.42).

22/ Os dados de inadimplência apresentados correspondem aos divulgados nas Estatísticas monetárias e de crédito. O impacto da mudança da Resolução 4.966, no entanto, foi calculado utilizando microdados do Sistema de Informações de Créditos (SCR), seguindo cálculo apresentado no box em questão, e depois compatibilizado para os dados publicados na estatística de crédito. Para mais informações sobre o impacto da Resolução 4.966, veja também box [Mudança na proxy de ativos problemáticos](#) na edição de novembro de 2025 do Relatório de Estabilidade Financeira (REF).

Gráfico 1.2.42 – Endividamento e comprometimento de renda



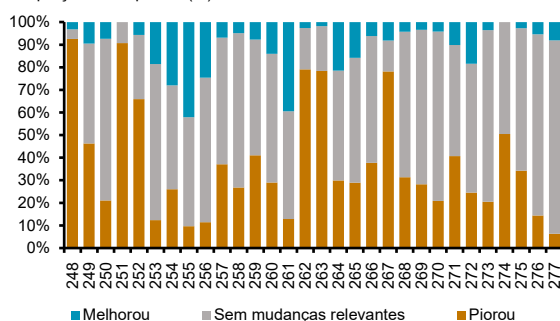
Nesse contexto, a desaceleração do saldo do crédito em 2025 foi menor do que a antecipada, com reflexos na projeção de crescimento em 2026, que foi revisada para cima, conforme detalhado em box neste Relatório. O crescimento de 10,3% do saldo em 2025 superou a expectativa de alta de 9,4% apresentada no Relatório de dezembro. Por sua vez, a projeção para 2026 foi elevada de 8,6% para 9,0%, refletindo principalmente a expectativa de desempenho mais robusto do crédito a pessoas físicas e do crédito a pessoas jurídicas com recursos direcionados.

Fiscal

Mais uma vez, o cenário fiscal não teve mudanças significativas desde o Relatório anterior. Assim como em 2024, no ano passado o Governo Central registrou déficit primário, mas cumpriu a meta fiscal estipulada para essa variável. Esses dois anos também foram caracterizados por crescimento real das receitas líquidas do Governo Central. Para 2026 novamente são esperados crescimento real da arrecadação e resultado primário negativo. A dívida pública como proporção do PIB continuou subindo, como esperado, e se mantém a perspectiva de que sua trajetória será de aumento. Da mesma forma, o julgamento dos analistas ao considerar também aspectos qualitativos sugere relativa estabilidade no cenário fiscal (Gráfico 1.2.43). Segundo as edições de janeiro e março de 2026 do Questionário Pré-Copom (QPC), a maioria dos respondentes, ao avaliar a situação fiscal considerando tanto o cenário central quanto os riscos envolvidos, julga que não houve mudanças relevantes desde o Relatório anterior.

Gráfico 1.2.43 – QPC: Avaliação da situação fiscal

Proporção de respostas (%) em cada QPC



Os resultados acima referem-se à seguinte pergunta do QPC: "Como você avalia a evolução da situação fiscal desde o último Copom, considerando tanto seu cenário central quanto os riscos envolvidos?".

O déficit primário do setor público consolidado aumentou marginalmente em 2025, refletindo sobretudo uma ampliação moderada do déficit do Governo Central. Parte dessa ampliação do déficit do Governo Central entre 2024 e 2025, de R\$45 bilhões (0,4% do PIB) para R\$59 bilhões (0,5% do PIB), decorreu de

efeito base, uma vez que o volumoso pagamento de precatórios realizado em dezembro de 2023 incluiu a antecipação de algumas despesas desse tipo que ocorreriam em 2024.²³ Em sentido oposto, houve aumento do superávit dos governos regionais — concentrado no resultado dos municípios — e redução do déficit das empresas estatais, mas ambas as variações também tiveram magnitude bastante limitada (Tabela 1.2.3).

Tabela 1.2.3 – Necessidades de Financiamento do Setor Público – Resultado primário

Acumulado no ano

Segmento	R\$ bilhões		
	2023	2024	2025
Governo Central	265	45	59
d/q Governo Federal	-42	-253	-259
d/q INSS	306	297	317
Governos regionais	-18	-6	-10
Empresas estatais	2	8	6
Total	249	48	55

Valores positivos indicam déficit e negativos indicam superávit

Assim como ocorrido em 2024, o Governo Central cumpriu a meta de resultado primário de 2025, aproximando-se mais do centro da meta do que do respectivo limite inferior. O déficit de R\$59 bilhões, na métrica divulgada pelo BC, foi inferior ao esperado pelos analistas ao longo de 2025. Segundo a mediana das projeções do QPC, o déficit esperado em janeiro (R\$79 bilhões) foi revisado para baixo ao longo do ano, alcançando R\$69 bilhões em dezembro. Na métrica usada para aferição do cumprimento da meta, o resultado efetivo de 2025 equivaleu a um déficit de R\$13 bilhões, mais próximo do centro da meta, zero, do que do limite inferior, déficit de R\$31 bilhões.

O ligeiro aumento do déficit primário do Governo Central ocorreu a despeito do comportamento favorável da arrecadação. A receita líquida cresceu 2,8% em termos reais (Tabela 1.2.4), influenciada pela expansão da atividade econômica, pelas condições ainda favoráveis do mercado de trabalho e pelos efeitos das medidas de aumento de arrecadação, em especial a elevação das alíquotas do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF). Ao mesmo tempo, a despesa total aumentou 3,4% em 2025, também em termos reais, com destaque para benefícios previdenciários (4,1%) e gastos com pessoal (4,3%), que refletem, respectivamente, a valorização real do salário mínimo e os reajustes remuneratórios concedidos aos servidores do Executivo. As despesas com Benefícios de Prestação Continuada (BPC) seguiram em forte expansão (9,1%). Por fim, as despesas discricionárias também aumentaram de forma expressiva (6,1%), tendo acelerado no segundo semestre, sobretudo nas áreas de saúde e educação, após um início de ano com execução em ritmo reduzido em virtude do atraso na aprovação do orçamento.

Em termos de resultado primário, o início deste ano se assemelhou a 2025. Em janeiro de 2026, o setor público consolidado teve superávit primário de R\$104 bilhões, mesmo valor de 2025. Em particular, o Governo Central exibiu resultado positivo de R\$87 bilhões, ante R\$83 bilhões no janeiro anterior. Esse superávit deve ser analisado considerando que a sazonalidade do primeiro mês do ano é positiva em razão do calendário de pagamento de alguns tributos. A receita líquida do Governo Central seguiu com desempenho favorável no início de 2026, com destaque, na comparação com janeiro do ano passado, para o crescimento da arrecadação do IOF, em virtude do aumento de alíquotas em julho de 2025. Também no âmbito do Governo Central, as despesas continuaram crescendo mais do que as receitas – 2,9% e 1,2%, respectivamente, ante janeiro de 2025 – e acima do preconizado pelo arcabouço fiscal, cujo limite é de 2,5%. No mês, destacaram-se os aumentos, ante mesmo mês do ano anterior, de benefícios previdenciários e gastos com pessoal.

23/ Em dezembro de 2023 foram pagos R\$92 bilhões em precatórios, em razão de decisão do STF que declarou inconstitucionais dispositivos das EC 113 e EC 114, de 2021, que haviam estabelecido regime para o pagamento de precatórios por meio da limitação do montante pago.

Tabela 1.2.4 – Resultado primário do Governo Central
Acumulado no ano

	R\$ bilhões - Valores correntes		
	2024	2025	Var. real (%)
1. Receita Total	2.679	2.902	3,2
1.1 - Receita administrada pela RFB	1.690	1.860	4,8
1.2 - Arrecadação líquida para o RGPS	641	710	5,4
1.3 - Receitas não administradas pela RFB	348	333	-8,9
2. Transferências por repartição de receita	518	570	4,8
3. Receita líquida (1-2)	2.162	2.333	2,8
4. Despesa total	2.205	2.394	3,4
d/q Ex Precatórios	2.134	2.293	2,3
4.1 Benefícios previdenciários	939	1.027	4,1
d/q Ex Precatórios	912	985	2,8
4.2 Pessoal e encargos sociais	367	403	4,3
d/q Ex Precatórios	363	393	3,0
4.3 Outras despesas obrigatórias	358	391	3,7
d/q Ex Precatórios	319	342	2,2
4.4 Despesas do poder executivo sujeitas à programação financeira	540	574	1,2
d/q Bolsa Família	168	158	-10,4
d/q Discricionárias	184	205	6,1
5. Resultado primário do Governo Central - acima da linha (3 - 4)	-43	-62	32,3

Fonte: STN

Para 2026, tanto o governo quanto a mediana das projeções dos analistas apontam mais um ano com déficit primário, ainda que diverjam em sua magnitude. A projeção do governo, que consta na Lei Orçamentária Anual (LOA) aprovada em dezembro, é de déficit primário de R\$23 bilhões, menor do que o resultado efetivo dos anos anteriores. Como a projeção inclui R\$58 bilhões em despesas desconsideradas para aferição do cumprimento da meta, o resultado equivale, nesse critério, a um superávit de R\$35 bilhões. Desse modo, a meta, que é de superávit de R\$34 bilhões, equivalente a 0,25% do PIB, seria cumprida. Já a mediana das estimativas de analistas de mercado segundo o QPC indica déficit primário de R\$70 bilhões, ou R\$10 bilhões na métrica de aferição do cumprimento da meta. Esse último valor é inferior ao piso do intervalo de tolerância da meta de resultado primário, que para 2026 é zero.²⁴ A mediana das projeções dos analistas difere da expectativa do governo principalmente nas receitas (Tabela 1.2.5).

Tabela 1.2.5 – Projeções de Resultado Primário do Governo Central
Acumulado em 2026

	R\$ bilhões - Valores correntes	
	LOA	QPC
Receita Líquida	2.591	2.515
Despesa total	2.614	2.590
Resultado Primário	-23	-70
Desconto para Meta	58	-
Resultado compatível com a meta	35	-10

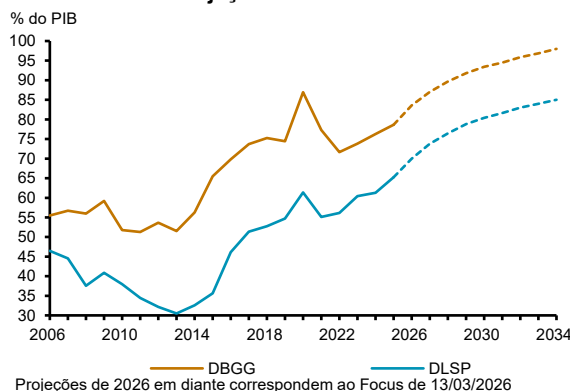
Fontes: STN e BC

24/ O governo incluiu dispositivo na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2026 que permite considerar o piso da meta para efeito de seu cumprimento.

Para cumprir a meta de 2026, o governo propôs e o Congresso Nacional aprovou, no final do ano passado, uma série de medidas de aumento de arrecadação, com efeitos previstos para este ano. A Lei Complementar (LC) 224/2025 reduziu benefícios fiscais e aumentou a tributação sobre casas de apostas (*bets*), com elevação gradativa da alíquota sobre a receita bruta das empresas, de 12% para 15% em 2026, chegando a 18% em 2028. Houve também aumento da tributação sobre *fintechs* e sobre Juros sobre Capital Próprio (JCP). Em janeiro de 2026, foi sancionada a LC 225/2026 (Lei do Devedor Contumaz), que tende a elevar a arrecadação no setor de combustíveis ao reforçar o combate à sonegação. A LOA também incorporou previsão de aumento de R\$14 bilhões na arrecadação com Imposto de Importação. Em fevereiro de 2026, o governo anunciou os produtos cujas alíquotas de importação seriam majoradas. Para mitigar os efeitos da alta recente dos preços internacionais dos combustíveis, o governo zerou, em março, as alíquotas de PIS e Cofins sobre o diesel e implementou uma subvenção a produtores e importadores desse produto. Para neutralizar o impacto dessas medidas no resultado primário, estimado em R\$30 bilhões pelo governo, foi instituída tributação de 12% sobre a exportação de petróleo bruto.

A trajetória crescente da dívida pública deve continuar nos próximos anos. Após atingir recorde em 2020 de 87% do PIB no contexto da pandemia da Covid, a dívida bruta do governo geral (DBGG) diminuiu até 2022, quando se situou em 72% do PIB. Desde então, essa variável aumentou, atingindo 76% em 2024 e 79% em 2025. A projeção mediana segundo o relatório Focus aponta a razão entre DBGG e PIB em 84% em 2026 e 93% em 2030 (Gráfico 1.2.44). Em seu cenário de referência, o mais recente Relatório de Projeções Fiscais da Secretaria do Tesouro Nacional, divulgado em janeiro deste ano, mostra a projeção dessa mesma métrica em 86% em 2026 e 88% em 2030.²⁵

Gráfico 1.2.44 – Projeções de dívida



Contas externas

Apesar do aumento das exportações, o déficit na conta de transações correntes do balanço de pagamentos em 2025 ficou praticamente estável ante 2024, influenciado pela atividade econômica, que, apesar da moderação, se expandiu no ano passado. O déficit em transações correntes encerrou o ano passado em US\$69 bilhões (Tabela 1.2.6), equivalente a 3,0% do PIB, com uma composição em suas principais rubricas similar à observada em 2024. Na comparação com o ano anterior, as exportações cresceram, mas menos do que as importações, que atingiram nível recorde no ano, com destaque para as compras provenientes da China. A atividade econômica doméstica ainda relativamente aquecida, que influenciou as importações de bens, também se refletiu nos elevados gastos nas contas de serviços e renda primária. No fim de 2025 e no começo de 2026, todavia, houve diminuição do déficit em transações correntes, consequência de um recuo nas importações (Gráfico 1.2.45). Na conta financeira, 2025 foi caracterizado pela entrada líquida de recursos de não residentes tanto em investimentos diretos no país (IDP), que novamente superaram o déficit em transações correntes, como em investimentos em carteira, que foram positivos pelo terceiro ano seguido e continuaram significativos em janeiro deste ano.

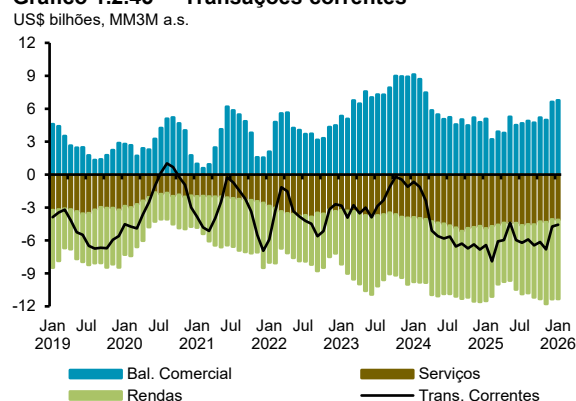
25/ O relatório, disponível [aqui](#), traz também cenários alternativos e análises de sensibilidade dos resultados.

Tabela 1.2.6 – Contas externas

Discriminação	US\$ bilhões			
	2022	2023	2024	2025
Transações correntes	-42	-27	-66	-69
Balança comercial	52	92	66	60
Exportações	340	344	340	351
Importações	289	252	274	291
Serviços	-42	-44	-55	-53
dos quais: viagens	-9	-11	-12	-14
dos quais: transportes	-19	-13	-15	-14
Renda primária	-57	-79	-81	-81
dos quais: juros	-20	-30	-31	-28
dos quais: lucros e dividendos	-37	-50	-51	-54
Investimentos – passivos	96	86	91	130
IDP	76	63	74	78
Inv. Carteira	-3	14	8	15
Outros inv. Passivos ¹	24	9	9	37

1/ Inclui empréstimos, créditos comerciais, depósitos e outros investimentos.

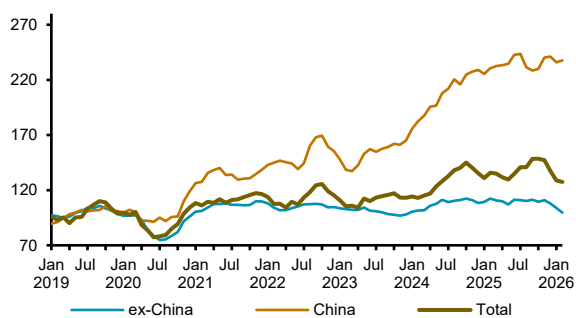
Gráfico 1.2.45 – Transações correntes



Em cenário de crescimento da demanda doméstica e forte impulso exportador da China, o valor importado registrou recorde histórico em 2025, mas a tendência de alta que vinha desde o final de 2023 foi substituída por relativa estabilidade ao longo do último ano. Em linha com o crescimento do PIB, do consumo e dos investimentos, o volume importado de bens também cresceu no ano passado, mesmo desconsiderando a importação de duas plataformas de petróleo, que totalizaram US\$5 bilhões. Em particular, houve forte expansão na quantidade importada de produtos provenientes da China (Gráfico 1.2.46), repercutindo a intensa expansão chinesa em diversos mercados, no contexto de redirecionamento comercial global. Ademais, os preços de bens importados da China têm recuado (Gráfico 1.2.47), assim como os preços ao produtor de bens industriais no país asiático. Essa diminuição de preços ajudou a manter as importações brasileiras de insumos industriais e de bens de capital em patamar alto ao longo de 2025. Contudo, em dezembro de 2025 e janeiro de 2026, houve redução das importações, indicando que a moderação da atividade doméstica pode ter começado a afetar mais claramente as importações.

Gráfico 1.2.46 – Índices de quantum de importação ex-plataformas

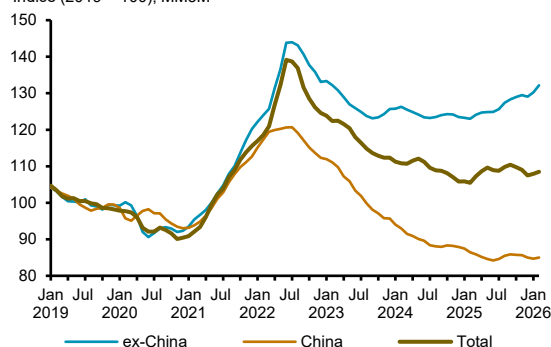
Índice (2019 = 100), MM3M



Fonte: BC, metodologia Funcex

Gráfico 1.2.47 – Índices de preço de importação (CIF)

Índice (2019 = 100), MM3M



Fonte: BC, metodologia Funcex

Mesmo com os preços das principais commodities abaixo dos níveis de anos anteriores, o valor exportado em 2025 cresceu, refletindo o forte aumento no volume vendido de produtos básicos (Gráfico 1.2.48). Em particular, houve aumento expressivo nos embarques de minério de ferro, carnes, soja e petróleo, condizente com o crescimento elevado da produção doméstica da agropecuária e da indústria extrativa. A despeito dos

preços relativamente reduzidos dessas *commodities*, os termos de troca da economia brasileira continuam acima do período pré-pandemia, em grande medida devido à queda dos preços de bens importados da China. Caso esse efeito seja excluído, os termos de troca estariam abaixo dos níveis de 2019 (Gráfico 1.2.49). No contexto da elevação das tarifas comerciais praticadas pelos EUA ao longo do ano passado, verificou-se queda pronunciada nas vendas ao mercado norte-americano, mas o crescimento das exportações para outros destinos ajudou a mitigar o impacto negativo e o total exportado cresceu (Gráfico 1.2.50). Os produtos brasileiros vendidos aos EUA registraram pico de 22% na tarifa efetiva média de importação em outubro de 2025, impactados pelas alíquotas anunciadas em abril e majoradas no final de julho (Gráfico 1.2.51). As alíquotas foram, então, reduzidas no final de novembro, quando alguns produtos foram retirados da lista de taxações. A decisão da Suprema Corte dos EUA em fevereiro deste ano e suas repercussões devem implicar nova diminuição da alíquota média efetiva aplicada sobre importações de produtos brasileiros pelos EUA.²⁶

Gráfico 1.2.48 – Índices de quantum de exportação

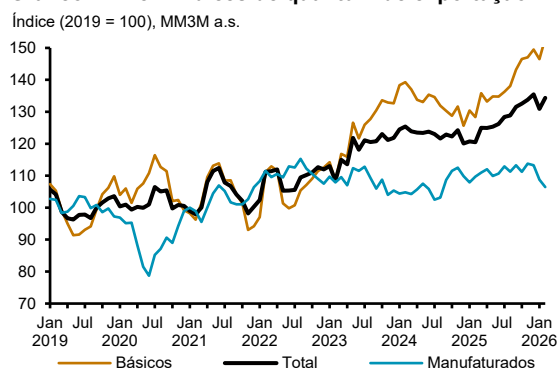


Gráfico 1.2.50 – Exportações brasileiras com destino aos EUA

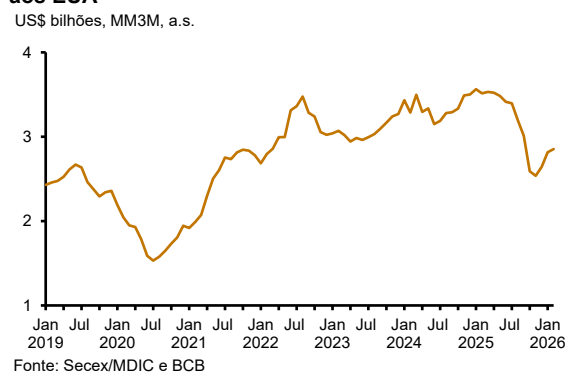


Gráfico 1.2.49 – Termos de troca

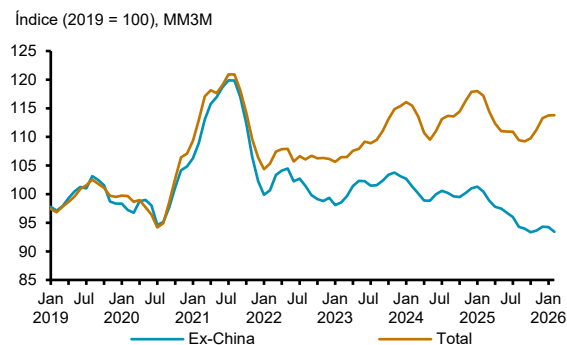
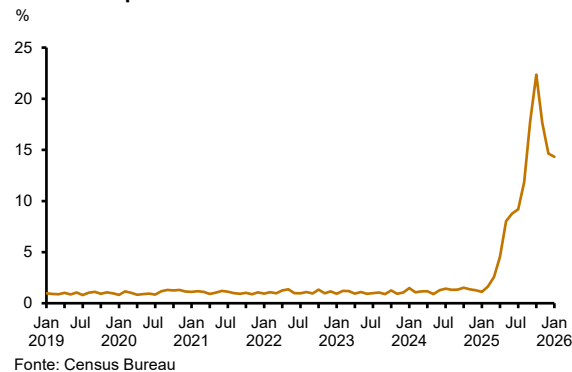


Gráfico 1.2.51 – Tarifa de importação de produtos brasileiros pelos EUA



O déficit na conta de serviços em 2025 foi ligeiramente inferior ao de 2024, com menores gastos líquidos em serviços culturais e transportes, mas permaneceu elevado (Gráfico 1.2.52). Em relação a 2024, a mudança na legislação das apostas esportivas (*bets*) explica a redução no gasto com serviços culturais a partir de janeiro de 2025²⁷. Na mesma direção, houve redução nos gastos com transportes, resultado da normalização dos preços de fretes. Por outro lado, a valorização do real e o mercado de trabalho aquecido explicam o aumento nos gastos com viagens ao longo de 2025. O boxe “Déficits de serviços e de renda primária no balanço de pagamentos: dinâmica recente e possível persistência”, publicado neste Relatório, ilustra que, a despeito da maior parte das flutuações na conta de serviços estar associada a fatores conjunturais, alguns

26/ A decisão da Suprema Corte dos EUA proferida em fevereiro de 2026 definiu que o presidente americano excedeu sua autoridade ao impor tarifas por meio de uma lei reservada para emergências nacionais. Após essa decisão, o governo americano, usando outro instrumento, anunciou tarifa de importação generalizada de 10%, mas manteve importantes exceções, como o setor de energia. Nesse contexto, a tarifa média cobrada pelos EUA na importação de produtos brasileiros deve sofrer nova redução a partir de fevereiro deste ano.

27/ A partir de 1º de janeiro de 2025 entraram em vigor os normativos da Secretaria de Prêmio e Apostas (SPA) a fim de regular o sistema de *bets* no país. Apenas as empresas devidamente autorizadas pela SPA passaram a estar aptas a operar legalmente no Brasil. Com isso, empresas do setor não precisavam mais operar de fora do país, o que pode explicar a redução dos fluxos de saída de recursos nessa modalidade.

determinantes de caráter possivelmente estrutural também estão presentes e podem trazer persistência ao déficit mais elevado observado em alguns tipos de serviços.

Gráfico 1.2.52 – Serviços

US\$ bilhões, MM3M a.s.

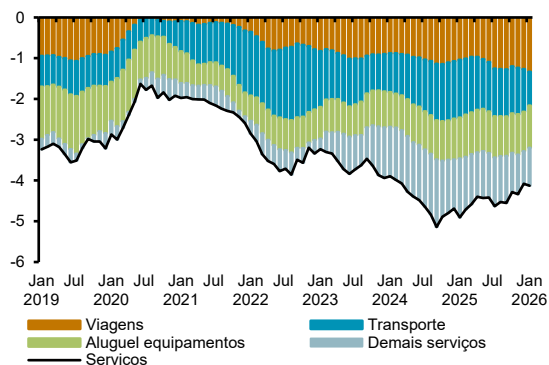
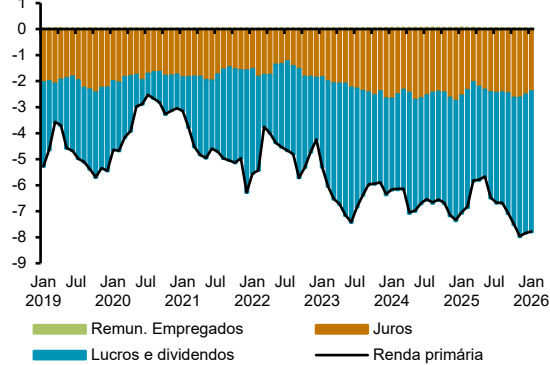


Gráfico 1.2.53 – Renda primária

US\$ bilhões, MM3M a.s.



Na conta de renda primária, o déficit ficou estável em 2025 em relação ao ano anterior, mas com redução na conta de juros e aumento nas despesas líquidas com lucros e dividendos (Gráfico 1.2.53). Apesar de alguma desaceleração da atividade doméstica, a lucratividade das empresas que atuam no país e têm participação societária de não residentes permaneceu alta. Esse tema também é discutido no box “Déficits de serviços e de renda primária no balanço de pagamentos: dinâmica recente e possível persistência” deste Relatório. Os juros externos, por outro lado, beneficiaram-se do afrouxamento da política monetária norte-americana, que começou em 2024, e as despesas líquidas se reduziram, especialmente nos últimos meses do ano.

Por fim, em 2025 houve entrada líquida de recursos de não residentes tanto em investimentos diretos, que novamente superaram o déficit em transações correntes, como em investimentos em carteira, que foram positivos pelo terceiro ano seguido. No ano passado, o IDP atingiu US\$78 bilhões, equivalente a 3,4% do PIB, com aumento ante 2024 em operações intercompanhia e nas entradas de participação de capital ex-lucros reinvestidos (Gráfico 1.2.54). Os lucros reinvestidos, por sua vez, foram afetados negativamente pelas remessas recorde de lucros em dezembro, possivelmente ampliadas em decorrência de mudanças na taxa de lucros. Os investimentos em carteira registraram o terceiro ano de entradas líquidas em 2025, principalmente devido ao fluxo positivo para títulos no país, beneficiado pelo expressivo diferencial de juros entre o Brasil e as economias avançadas (Gráfico 1.2.55). Em janeiro de 2026, o fluxo relevante de entrada continuou: investimentos em carteira tiveram entradas líquidas de US\$9,0 bilhões, com US\$6,9 bilhões em títulos no país, maior valor para o mês de janeiro dos últimos onze anos.

Gráfico 1.2.54 – Investimento direto no país

US\$ bilhões, MM3M a.s.

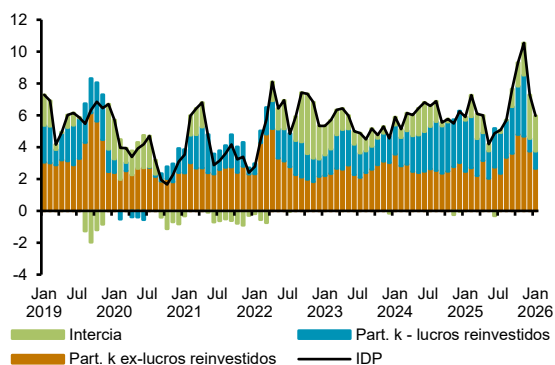
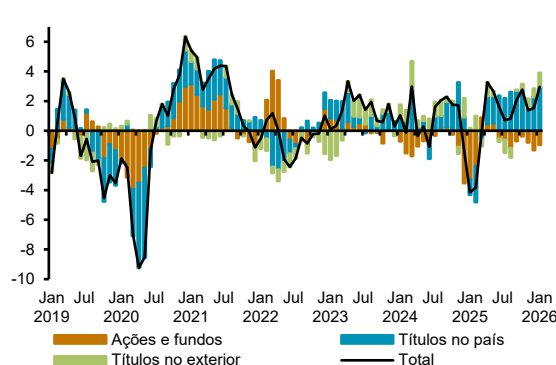


Gráfico 1.2.55 – Investimentos em carteira - passivo

US\$ bilhões, MM3M a.s.



As projeções para as contas externas em 2026 foram revisadas e seu detalhamento está disponível em box neste Relatório. Em linha com os dados mais atuais e com as conjunturas doméstica – incluindo a perspectiva de continuidade da moderação da atividade econômica brasileira – e internacional, espera-se déficit em transações correntes de US\$58 bilhões (2,2% do PIB), ante projeção de US\$60 bilhões (2,4% do PIB) no Relatório anterior. A projeção atualizada representa um déficit menor do que o observado em 2025, de US\$69 bilhões (3,0% do PIB), e inferior à previsão de ingresso líquido em IDP, de US\$70 bilhões (2,7% do PIB).

Preços

A inflação ao consumidor continuou diminuindo no acumulado em doze meses e apresentou variação baixa no último trimestre, mas as expectativas de inflação seguiram desancoradas.

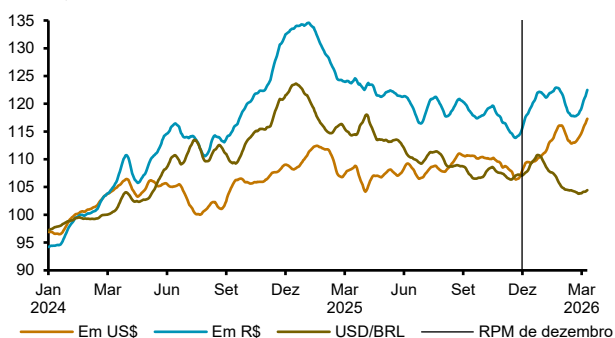
A inflação medida pelo IPCA acumulada em doze meses, que teve pico recente de 5,53% em abril de 2025, diminuiu mais uma vez, passando de 4,46% em novembro para 3,81% em fevereiro. Segundo a variação trimestral dessazonalizada e anualizada, o IPCA aumentou somente 2,88% em fevereiro, com influência da queda dos preços de alimentos, enquanto a média dos núcleos subiu 4,22%. Parte da desinflação em curso desde meados de 2025 reflete o movimento da taxa de câmbio, que tem efeito relevante sobre o IPCA e a média dos núcleos, mas impacta mais fortemente os preços de produtos comercializáveis, como alimentos e bens industriais.²⁸ Por outro lado, apesar da moderação em algumas métricas, a inflação de serviços segue elevada, ainda afetada pelo mercado de trabalho aquecido e pelo hiato do produto positivo. Segundo o Relatório Focus, houve leve recuo na mediana das expectativas de inflação para 2026, que permanece acima da meta. Para horizontes mais longos, contudo, as expectativas não se alteraram e continuaram desancoradas.

Preços de *commodities* apresentaram alta, após quatro trimestres de queda nas cotações em reais.²⁹

O Índice de *Commodities*–Brasil (IC-Br) em reais aumentou 6,4% desde o Relatório anterior, refletindo a alta de 9,0% do índice em dólares, apenas parcialmente compensada pela apreciação de 2,4% da moeda doméstica (Gráfico 1.2.56).³⁰ A alta do IC-Br em dólares no trimestre foi influenciada por forte elevação dos preços do petróleo, consequência do conflito no Oriente Médio, e por aumento igualmente acentuado das cotações de *commodities* metálicas, com contribuições relevantes tanto de metais preciosos quanto de metais industriais.³¹ As *commodities* agropecuárias, por sua vez, apresentaram variação mais próxima da estabilidade, com altas de preços do boi gordo e do óleo de soja compensadas por cotações menores do café e do cacau (Gráfico 1.2.57). Apesar do avanço no trimestre, o IC-Br em reais ainda acumula queda de 9% desde o pico em janeiro de 2025.

Gráfico 1.2.56 – IC-Br e câmbio

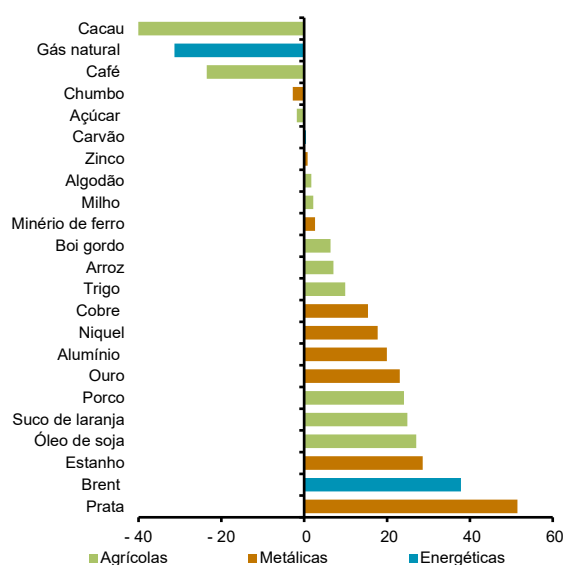
MM10D, 2023 = 100



Fontes: Bloomberg e BC

Gráfico 1.2.57 – Variação nos preços de *commodities*

Variação % da MM10D em US\$ entre as datas de cortes dos Relatórios anterior e atual



Fonte: Bloomberg

28/ Veja o boxe [Repasse cambial: estimativas por projeções locais](#) neste Relatório.

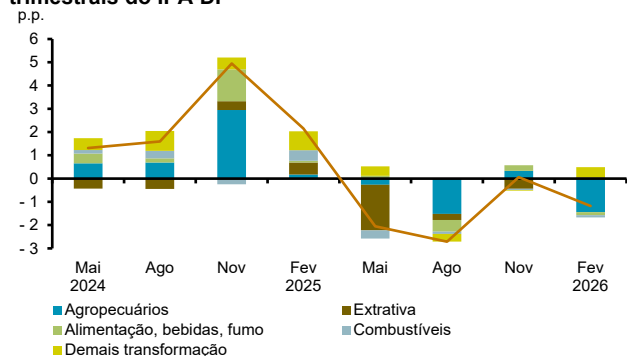
29/ Este parágrafo utiliza como referência o IC-Br, indicador que agrega preços de *commodities* relevantes para a dinâmica da inflação brasileira. Os pesos das *commodities* no índice são listados nos metadados da série 27574 do [Sistema Gerenciador de Séries Temporais](#) (SGS) do BC.

30/ As variações do IC-Br e do câmbio discutidas nesta seção referem-se à média móvel de dez dias nas respectivas datas de fechamento dos Relatórios.

31/ Desde o Relatório anterior, o preço da prata apresentou variação de 51% em dólares. A cotação do ouro também apresentou variação elevada, mas seu peso no índice é reduzido. Os preços de metais industriais como estanho, alumínio e cobre também tiveram altas relevantes no trimestre. Desde março de 2025, as *commodities* metálicas subiram 56% nas cotações em dólar. Excluindo ouro e prata, a variação é de 31%, ainda bastante elevada, indicando que a alta no segmento é disseminada.

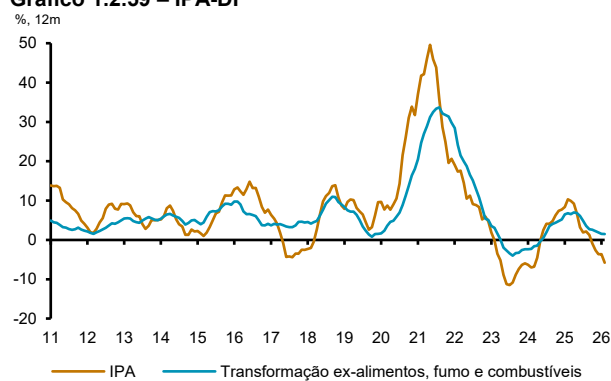
Os preços ao produtor no Brasil voltaram a apresentar queda no trimestre e acumulam deflação em doze meses. O Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) recuou 1,18% no trimestre encerrado em fevereiro, com queda em preços agropecuários e alta em preços industriais (Gráfico 1.2.58). Em doze meses, acumulou recuo de 5,8%. A queda de preços no segmento agropecuário foi relativamente disseminada no trimestre, com recuos na soja, em período de colheita, no café, com melhora de perspectiva para a safra de 2026, e no leite *in natura*. Em doze meses, os preços do segmento agropecuário acumulam queda de 10,7%. No mesmo sentido, produtos alimentícios industrializados também apresentaram recuo no trimestre, com destaque para os preços do açúcar, óleo de soja, carnes suína e de aves. De forma geral, o IPA ainda indica alívio nos preços de alimentos ao consumidor. Excluindo alimentos industrializados, fumo e combustíveis, os preços ao produtor da indústria de transformação apresentaram alta de 1,32%, após dois trimestres de queda. As variações acumuladas em doze meses no segmento ainda sugerem cenário benigno para os preços ao consumidor (Gráfico 1.2.59), mas as altas mensais recentes podem refletir esgotamento do repasse da apreciação do real e pressões de alta nos custos de insumos para o setor.

Gráfico 1.2.58 – Contribuições para variações trimestrais do IPA-DI



Fonte: FGV

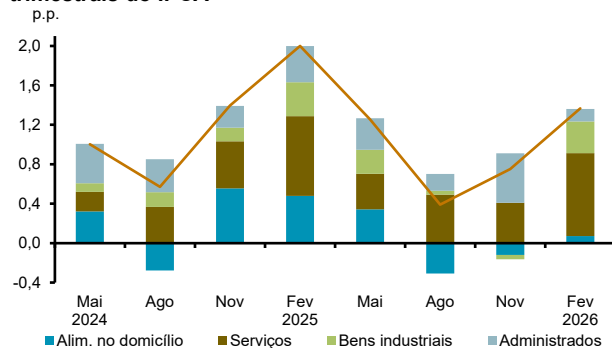
Gráfico 1.2.59 – IPA-DI



Fonte: FGV

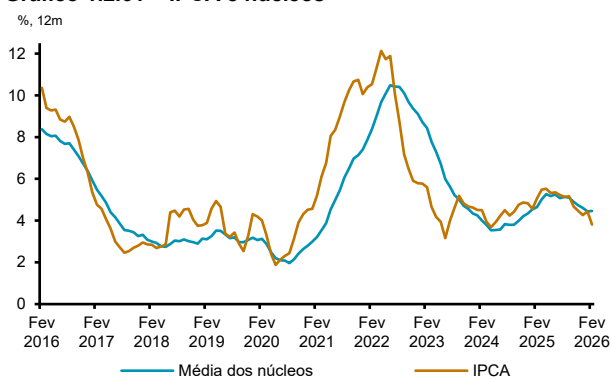
Segundo dados dessazonalizados, a inflação ao consumidor teve mais um trimestre com variação próxima à meta, mas a média dos núcleos de inflação continuou mais alta. A inflação ao consumidor medida pelo IPCA passou de 0,75% para 1,37% entre os trimestres finalizados em novembro e fevereiro, influenciada pela sazonalidade de serviços (Gráfico 1.2.60). Nas séries ajustadas sazonalmente, o IPCA apresentou moderação no período, com variações anualizadas arrefecendo de 3,37% para 2,88%, enquanto a média dos núcleos de inflação aumentou, passando de 3,80% para 4,22% entre novembro e fevereiro (Gráfico 1.2.62).³² Como discutido abaixo, parte importante dessa variação baixa do IPCA no último trimestre, segundo dados dessazonalizados, reflete a queda dos preços dos alimentos. Na variação em doze meses, tanto a inflação cheia do IPCA quanto a média dos núcleos recuaram – de 4,46% para 3,81% no IPCA e de 4,73% para 4,46% na média dos núcleos, ainda acima da meta de inflação (Gráfico 1.2.61).

Gráfico 1.2.60 – Contribuições para variações trimestrais do IPCA

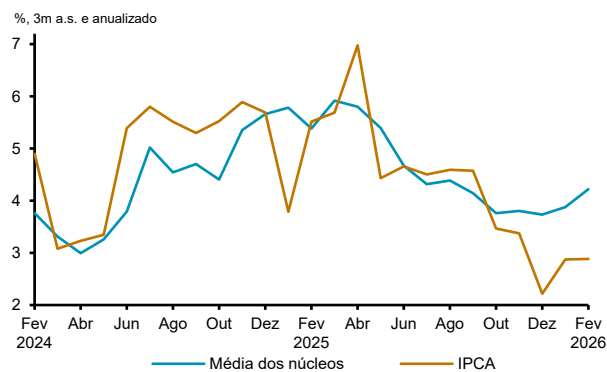


Fontes: IBGE e BC

32/ A média considera os núcleos EX0, EX3, MS, DP e P55. A metodologia consolidada dos núcleos e de outras séries analíticas é descrita na Nota Técnica [Núcleos de inflação e outras séries analíticas derivadas do IPCA: metodologia consolidada](#), publicada em 19 de dezembro de 2025. Ver box [Metodologia consolidada das séries analíticas derivadas do IPCA](#) neste Relatório.

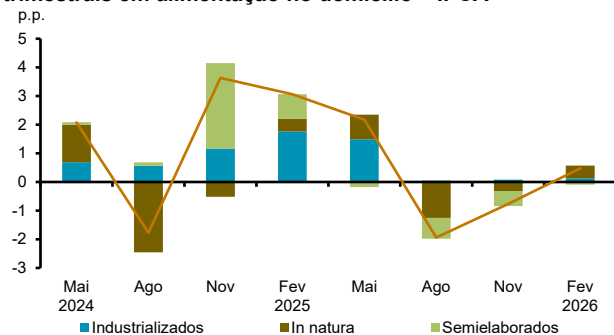
Gráfico 1.2.61 – IPCA e núcleos

Fontes: IBGE e BC

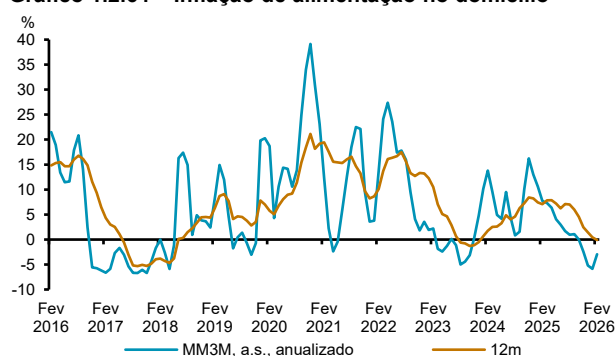
Gráfico 1.2.62 – IPCA e núcleos

Fontes: IBGE e BC

Os preços de alimentos ao consumidor apresentaram variação reduzida no trimestre, abaixo da sazonalidade do período. Na série sem ajuste sazonal, os preços do segmento de alimentação no domicílio aumentaram 0,47% no trimestre encerrado em fevereiro, ante queda de 0,77% nos três meses até novembro (Gráfico 1.2.63). A alta de preços foi concentrada em alimentos *in natura* e na carne bovina, que costumam ter variações mais elevadas nesse período do ano. Ainda assim, a variação de alimentos *in natura*, de 3,00% no trimestre, foi bastante inferior ao que sugere o padrão sazonal. Entre os alimentos semielaborados, apesar da alta na carne bovina, houve recuo no agregado, com retrações em leite longa vida, arroz e carne de frango. Os preços de alimentos industrializados voltaram a apresentar variação baixa, dando sequência à desaceleração observada desde o início de 2025. Nas séries trimestrais com ajuste sazonal, houve queda anualizada de 2,96% em alimentação no domicílio (Gráfico 1.2.64), com variação negativa tanto em alimentos *in natura*, mais voláteis, quanto em semielaborados e industrializados. Em doze meses, o segmento da alimentação no domicílio acumula queda de 0,11% até fevereiro, após elevação de 2,46% até novembro.

Gráfico 1.2.63 – Contribuições para variações trimestrais em alimentação no domicílio – IPCA

Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.64 – Inflação de alimentação no domicílio

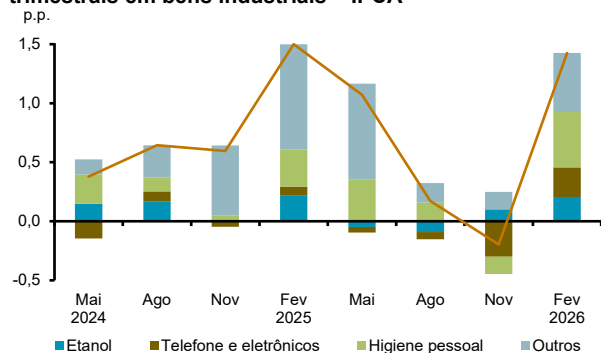
Fontes: IBGE e BC

Os preços de bens industriais apresentaram alta mais forte no trimestre. A inflação do segmento no IPCA passou de retração de 0,20% no trimestre até novembro para alta de 1,43% no período equivalente terminado em fevereiro (Gráfico 1.2.65). O movimento foi relativamente disseminado, com destaque para a alta em higiene pessoal, item com peso elevado e preços mais voláteis. Aparelhos telefônicos e eletrônicos também apresentaram aumentos de preço relevantes, após quedas no trimestre até novembro. Houve alta forte do etanol, movimento usual em período de entressafra da cana, e variações mais elevadas em eletrodomésticos, automóveis, móveis e utensílios e artigos de limpeza. Parte do movimento de alta pode estar relacionada à reversão de descontos do período promocional da *Black Friday* ou a outros efeitos sazonais.³³ Ainda assim, nas séries com ajuste sazonal, a variação anualizada de bens industriais passou de 1,41% para 3,09% (Gráfico 1.2.66). Medidas alternativas que excluem os itens mais voláteis do segmento também indicam, em geral, variações

33/ No caso específico do setor de eletrônicos, além de fatores sazonais, há também relatos de pressões de custo, com alta expressiva no preço de memórias RAM, insumo com peso significativo na produção de celulares, televisores e computadores pessoais. Essas pressões podem ter influenciado os preços no varejo, mas os preços ao produtor medidos pelo IPA (FGV) e pelo Índice de Preços ao Produtor (IPP/IBGE) ainda não indicam claramente o repasse dessa alta de custos.

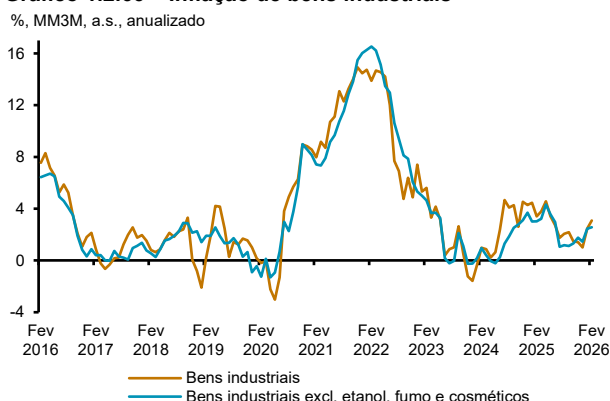
mais elevadas do que no trimestre anterior, acima de 2% em termos anualizados. Em doze meses, a inflação de bens industriais passou de 2,56% em novembro para 2,49% em fevereiro, em patamar ainda elevado para o segmento.

Gráfico 1.2.65 – Contribuições para variações trimestrais em bens industriais – IPCA



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.66 – Inflação de bens industriais



A inflação de serviços seguiu elevada, com variação trimestral influenciada por fatores sazonais e componentes mais voláteis.

Entre novembro e fevereiro, a variação trimestral do segmento passou de 1,15% para 2,34% (Gráfico 1.2.67). A variação mais forte é explicada em grande medida pelos reajustes de mensalidades escolares, que no IPCA se concentram na leitura de fevereiro. Também houve variação mais elevada no núcleo EX3 Serviços, medida da inflação subjacente do segmento.³⁴ Nesse caso, além da sazonalidade, houve ainda influência importante da alta de preços em seguro voluntário de veículos – apenas parcialmente compensada por oscilações no subitem cinema, teatro e concertos.³⁵ As séries da inflação de serviços com ajuste sazonal indicam, em geral, moderação ou acomodação em patamar abaixo do observado ao longo de 2025 – ainda que se mantenham acima da meta de inflação. Excluindo passagem aérea, a alta dessazonalizada e anualizada de serviços passou de 5,74% no trimestre finalizado em novembro para 4,53% no trimestre encerrado em fevereiro – leitura mais baixa desde o final de 2023. A medida EX3 Serviços, por outro lado, encerrou o trimestre com variação anualizada de 5,21%, acelerando em relação ao trimestre anterior, mas ainda bastante abaixo dos picos observados entre o final de 2024 e o início de 2025. Excluindo os subitens cinema e seguros, que têm apresentado volatilidade recentemente, a variação de EX3 Serviços passou de 5,17% para 5,16% em termos anualizados e com ajuste sazonal (Gráfico 1.2.68). Medidas que enfatizam os serviços mais intensivos em trabalho seguem apresentando variações anualizadas mais altas, com alguns sinais de moderação nas últimas leituras do IPCA (Gráfico 1.2.69)³⁶. Em doze meses, os preços de serviços acumularam alta de 6,01% até fevereiro, praticamente o mesmo valor do acumulado até novembro (5,95%). Excluindo passagem aérea, a inflação em doze meses do segmento recuou de 6,07% para 5,68%, ainda em patamar elevado (Gráfico 1.2.70).

34/ Nos relatórios e comunicações anteriores, o núcleo EX3 Serviços era usualmente denominado “serviços subjacente”. A Nota Técnica [Núcleos de inflação e outras séries analíticas derivadas do IPCA: metodologia consolidada](#), publicada em dezembro, introduziu a nomenclatura “EX3 Serviços” para indicar mais claramente que essa medida compõe o núcleo EX3 do IPCA e que há outras possíveis definições de inflação subjacente para o segmento de serviços. Ver boxe “Metodologia consolidada das séries analíticas derivadas do IPCA” neste Relatório.

35/ O subitem seguro voluntário de veículo apresentou retração de 9,33% no trimestre encerrado em novembro, seguida de elevação de 5,88% no período equivalente terminado em fevereiro. Já o subitem cinema, teatro e concertos teve alta de 4,51% no período encerrado em novembro, em decorrência de devolução dos descontos da Semana do Cinema de agosto, e queda de 2,63% no trimestre mais recente, com o impacto dos descontos da Semana do Cinema de fevereiro.

36/ A série “Serviços reponderados - trabalho” foi apresentada no boxe [Inflação de serviços reponderada por fatores de produção](#) do Relatório de junho de 2024. A série “Serviços intensivos em trabalho” agrega as variações de serviços médicos e dentários, serviços de salão de beleza, empregado doméstico, mão de obra para reparos e costureira.

Gráfico 1.2.67 – Contribuições para variações trimestrais em serviços – IPCA

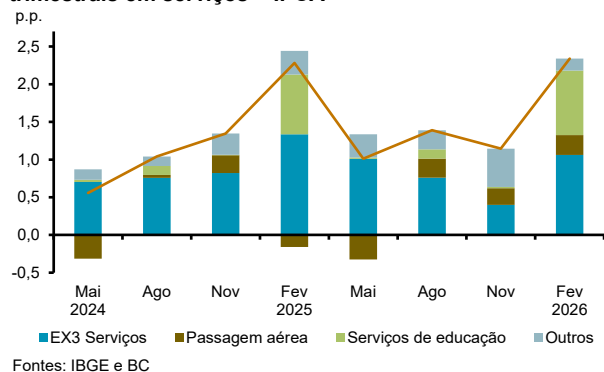


Gráfico 1.2.68 – Inflação de serviços

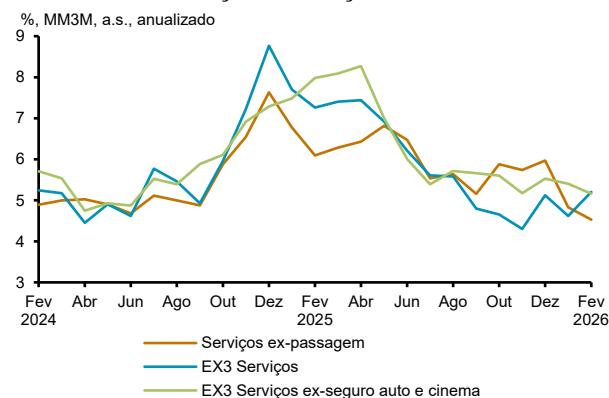


Gráfico 1.2.69 – Inflação de serviços

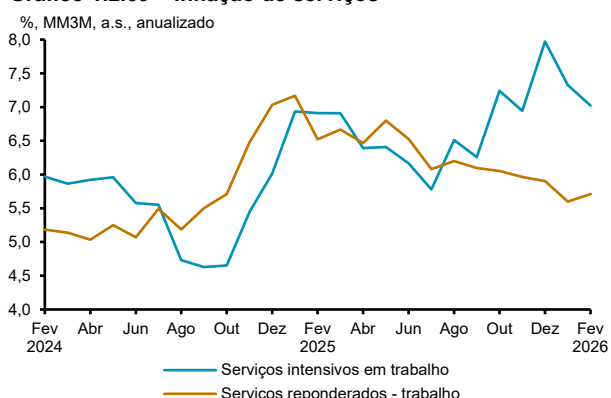
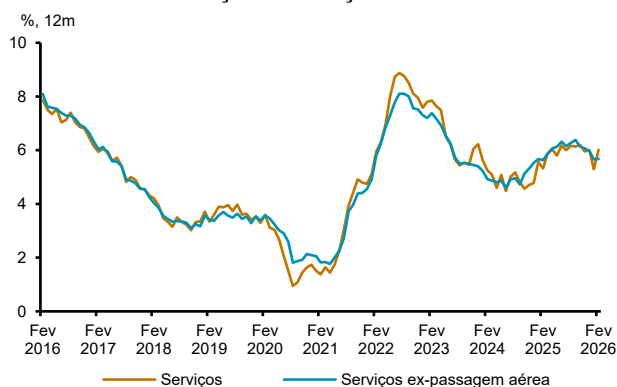


Gráfico 1.2.70 – Inflação de serviços



Os preços administrados apresentaram variação abaixo da observada no trimestre anterior, muito influenciados pela tarifa de energia elétrica residencial. A variação do segmento passou de 1,93% para 0,48% entre os trimestres encerrados em novembro e fevereiro, respectivamente (Gráfico 1.2.71). A principal contribuição para a desaceleração veio do subitem energia elétrica residencial, tanto pela oscilação de tarifas associada ao bônus de Itaipu, quanto pela transição de bandeira mais favorável.³⁷ Em sentido oposto, houve altas mais acentuadas em gasolina, ônibus urbano e taxa de água e esgoto. O aumento no preço da gasolina reflete a majoração do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) *ad rem* sobre o combustível no início de janeiro e o aumento do preço do etanol, em período de sazonalidade adversa. Em relação à taxa de água e esgoto, a variação mais elevada reflete a concentração de reajustes tarifários no início do ano, com destaque para São Paulo, que tem peso elevado no subitem.³⁸ No caso de ônibus urbano, as tarifas são habitualmente reajustadas no início do ano. Em doze meses, os preços administrados desaceleraram, passando de 5,34% em novembro para 4,38% em fevereiro (Gráfico 1.2.72).

Gráfico 1.2.71 – Contribuições para variações trimestrais em administrados – IPCA

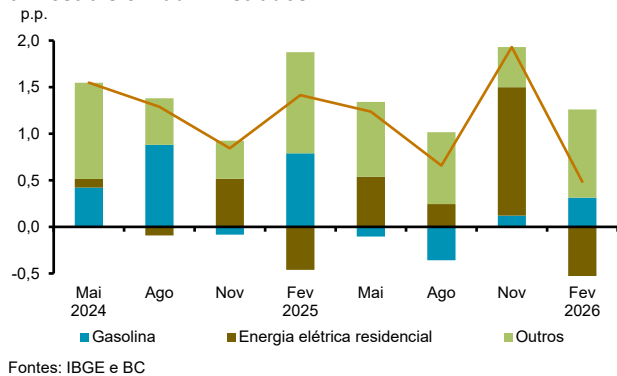
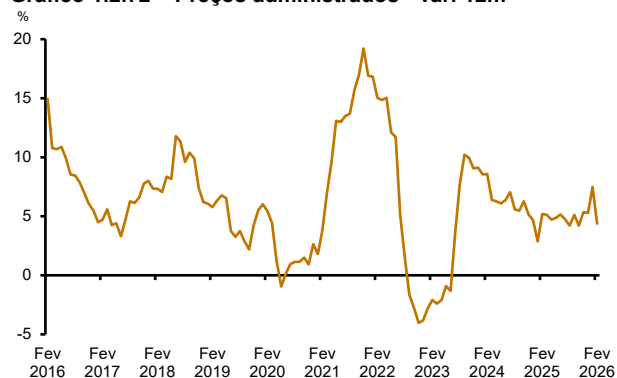


Gráfico 1.2.72 – Preços administrados - var. 12m



37/ Em setembro de 2025, houve reversão do desconto pontual nas tarifas de agosto, associado ao bônus de Itaipu. A reversão do desconto elevou a inflação do trimestre encerrado em novembro, que serve de base na comparação. A transição de bandeiras também foi mais favorável no trimestre recente: entre agosto e novembro, a bandeira tarifária passou de vermelha 2 para vermelha 1, com efeito de baixa menor do que a transição entre vermelha 1 e verde no trimestre encerrado em fevereiro.

38/ Após a privatização da Sabesp, a data-base dos reajustes tarifários em São Paulo passou de maio para janeiro.

As expectativas para a inflação apresentaram leve recuo para 2026 e continuam desancoradas em todo o horizonte de projeção. A mediana das expectativas para 2026 passou de 4,16% para 4,10% desde o Relatório anterior (Gráfico 1.2.73). As expectativas apresentaram queda mais acentuada até o final de fevereiro, chegando a 3,89%, mas voltaram a subir até a data de corte deste Relatório, possivelmente refletindo o resultado acima do esperado no IPCA-15 de fevereiro e a forte alta do preço do petróleo nas duas primeiras semanas de março.³⁹ O ligeiro recuo na mediana para o IPCA no acumulado do período reflete projeções mais baixas para os preços da alimentação no domicílio, parcialmente compensadas por expectativas mais elevadas para os demais segmentos (Tabela 1.2.7). Para o período 2027-2029, as medianas das expectativas de inflação mantiveram-se no mesmo patamar do Relatório anterior, acima da meta de inflação de 3% em todos os horizontes considerados pela pesquisa Focus (Gráfico 1.2.74).

Gráfico 1.2.73 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA em 2026

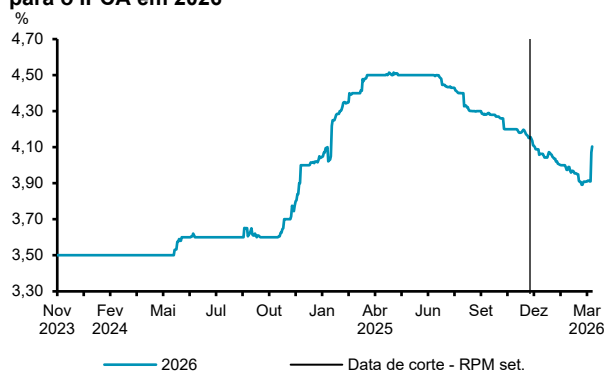
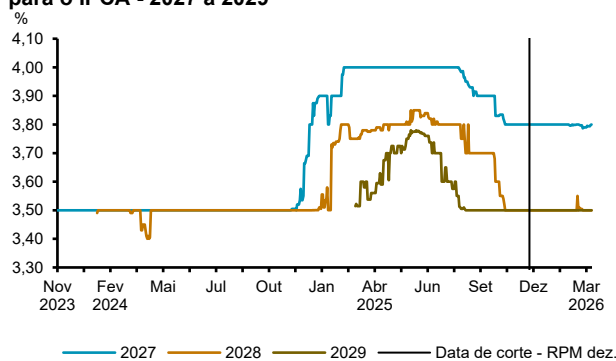


Tabela 1.2.7 – Abertura da revisão na projeção do Focus para 2026

	Peso	Projeção Focus (% a.a.)		
		05-dez	13-mar	Contr. p/ Δ (p.p.)
IPCA	100	4,16	4,10	-0,05
IPCA (por agregação)	100	4,16	4,13	-0,03
Alimentação no domicílio	15	4,79	3,86	-0,14
Bens industriais	23	2,55	2,64	+0,02
Serviços	36	5,18	5,37	+0,07
Administrados	26	3,76	3,85	+0,02
Livres	74	4,28	4,22	-0,04
Livres (por agregação)	74	4,30	4,23	-0,05

Gráfico 1.2.74 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA - 2027 a 2029



39/ No QPC, a projeção mediana para o preço do petróleo Brent no final de 2026 subiu de US\$63 para US\$70 entre os questionários de janeiro e março, sem alteração relevante na projeção para o preço da gasolina no mesmo período. Essa divergência sugere incorporação ainda parcial da alta recente do petróleo nas projeções de inflação.

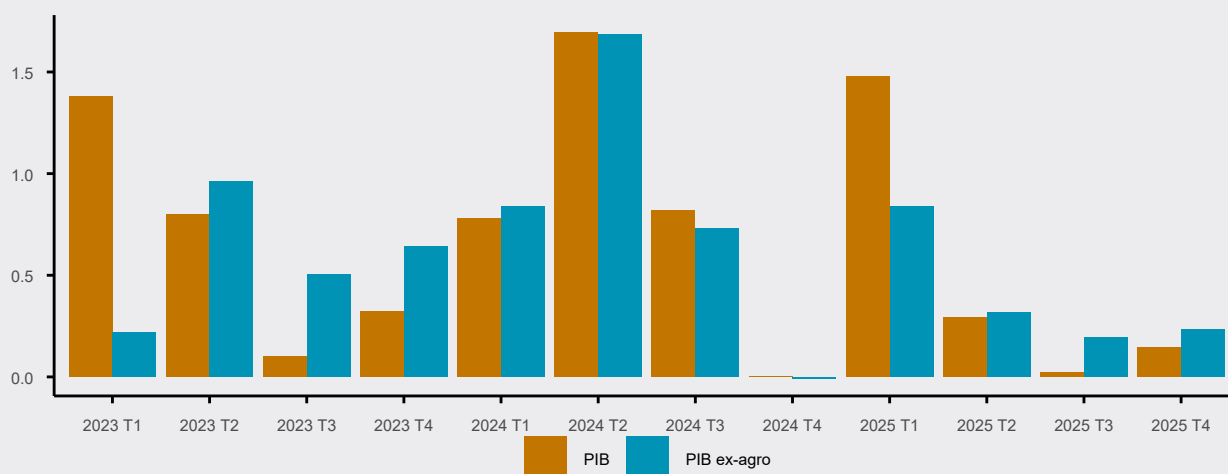
Ajuste sazonal e incerteza sobre o ritmo de crescimento no início de 2026

Como aconteceu em 2025, espera-se novamente um forte crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) no primeiro trimestre de 2026, em parte devido à expectativa de boa colheita agrícola no período. Porém, as previsões de crescimento são elevadas mesmo para o PIB ex-agropecuária. Nesse contexto, a atualização do exercício apresentado no início do ano passado mostra que parte desse crescimento esperado para o PIB ex-agropecuária pode ser atribuída ao método de ajuste sazonal.

O PIB desacelerou significativamente ao longo de 2025. Após crescer 1,5% na margem¹ no primeiro trimestre, apresentou variações mais modestas nos trimestres seguintes, com crescimento médio de 0,2% ao trimestre. O desempenho elevado no início do ano refletiu, em grande medida, a expansão da agropecuária, que cresceu 14,9% na margem no período, impulsionada pela safra recorde de soja.² Ainda assim, mesmo excluindo-se a contribuição direta da agropecuária — PIB ex-agropecuária³ —, o crescimento no primeiro trimestre de 2025 permaneceu elevado (0,8%), seguido de desaceleração ao longo do restante do ano, com média de 0,2% nos trimestres subsequentes (Gráfico 1).

Gráfico 1 — PIB e PIB ex-agropecuária 2026T1: variação na margem

QoQ (%) - ajuste sazonal direto



Fonte: IBGE e BC

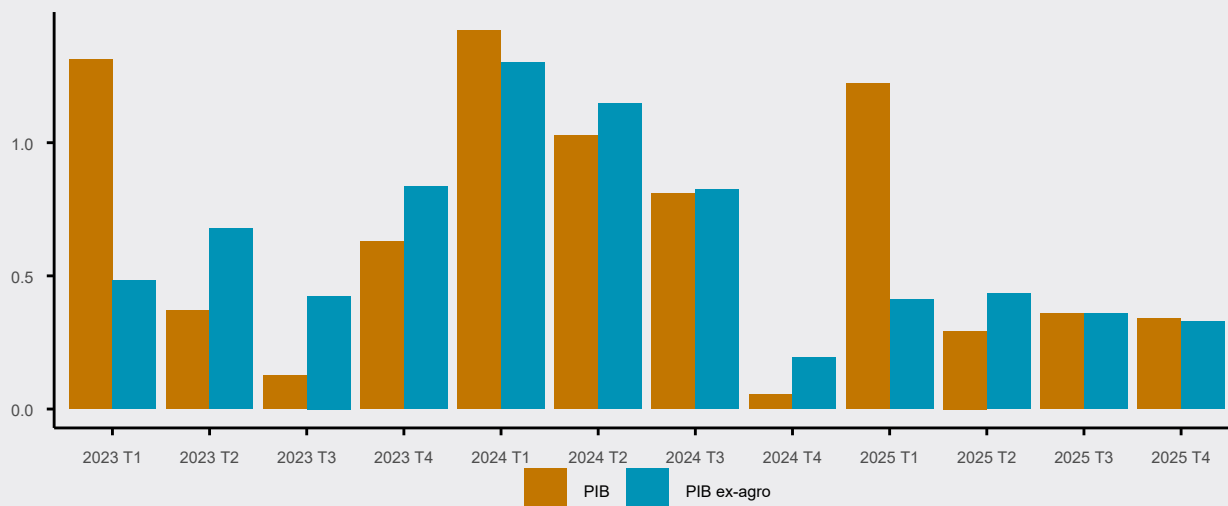
A leitura da trajetória de desaceleração ao longo de 2025, todavia, depende do método de ajuste sazonal utilizado. Como discutido em boxe do Relatório de Política Monetária (RPM) de março de 2025⁴, o ajuste sazonal oficial do PIB, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), utiliza o método direto, em que o ajuste sazonal é obtido dessazonalizando-se a série original, sem ajuste sazonal. Uma alternativa seria o método indireto, no qual o PIB com ajuste sazonal é obtido pela agregação das séries dos

- 1/ Neste texto, variação na margem sempre se refere à variação em um trimestre ante o trimestre imediatamente anterior, usando dados ajustados sazonalmente.
- 2/ O IBGE contabiliza a maior parte da colheita da soja no primeiro trimestre. Segundo o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), a safra de grãos cresceu 18,2% em 2025 e deve permanecer em patamar historicamente elevado em 2026, com recuo de 0,6%.
- 3/ Outros componentes do PIB podem ser influenciados pela dinâmica da agropecuária, como impostos, comércio, transportes e o processamento industrial direto de alguns produtos agrícolas, como alimentos e biocombustíveis. Veja o boxe [Impacto da safra agrícola sobre a atividade econômica](#) do Relatório de Inflação (RI) de junho de 2017 e o boxe [Efeitos indiretos dos setores produtores de bens básicos para o crescimento da atividade em 2023](#) do Boletim Regional de 2023.
- 4/ Boxe [Ajuste sazonal e incerteza sobre a intensidade da desaceleração do PIB no início de 2025](#).

seus componentes já dessazonalizadas.⁵ Considerando o ajuste indireto, a desaceleração ao longo de 2025 é menos pronunciada no PIB e inexistente no PIB ex-agropecuária (Gráfico 2). No caso do PIB ex-agropecuária, após uma desaceleração acentuada no quarto trimestre de 2024, o crescimento ficou relativamente estável ao longo de 2025, ao redor de 0,4% ao trimestre.

Gráfico 2 — PIB e PIB ex-agropecuária 2026T1: variação na margem

QoQ (%) - ajuste sazonal indireto



Projeções sinalizam que o PIB voltará a apresentar crescimento expressivo no primeiro trimestre de 2026, quando se considera o ajuste sazonal oficial. Segundo a coleta mais recente do Questionário Pré-Copom (QPC), as medianas das projeções para o crescimento na margem do PIB e do PIB ex-agropecuária encontram-se em 0,9% e 0,8%, respectivamente.⁶ Contudo, parte dessa aceleração está relacionada ao método de ajuste sazonal, como ocorreu no ano anterior.

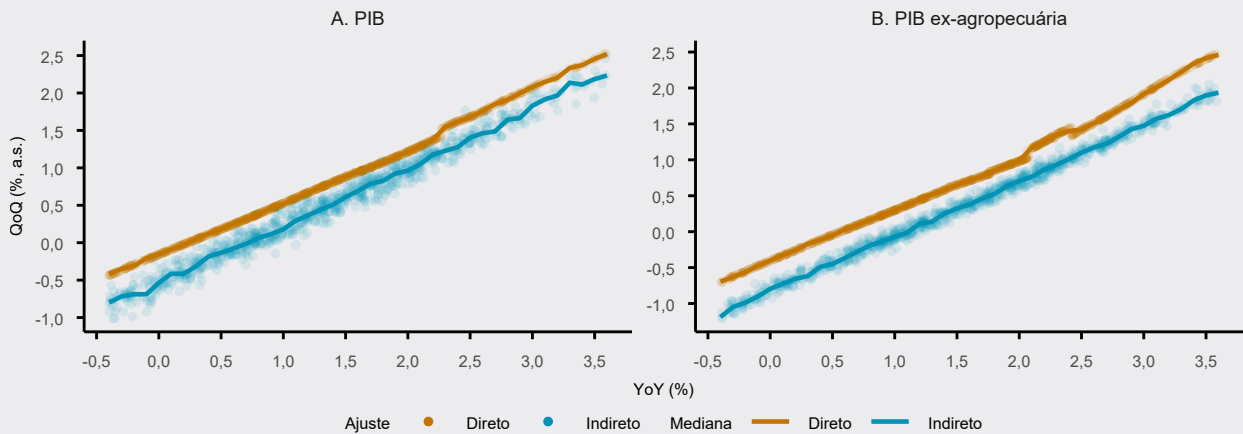
Para avaliar a relevância dessa diferença metodológica, foram construídas diferentes simulações para os componentes do PIB, correspondentes a possíveis combinações de trajetórias para as séries em nível, sem ajuste sazonal, a partir do primeiro trimestre de 2026. Para cada uma dessas simulações, construíram-se as séries do PIB com ajuste sazonal pelos métodos direto e indireto.⁷

O Gráfico 3 apresenta as variações na margem para o primeiro trimestre de 2026 resultantes dos ajustes sazonais direto e indireto. Cada ponto corresponde a uma simulação, isto é, uma combinação específica de trajetórias dos componentes do PIB. O Gráfico 4 resume essa comparação ao mostrar, para cada simulação, a diferença entre as variações na margem nos dois métodos (direto menos indireto), de modo que valores positivos indicam crescimento maior no ajuste direto. As variações na margem do PIB no ajuste direto superam as calculadas pelo ajuste indireto na grande maioria das simulações. Para variações interanuais próximas à mediana das projeções do QPC (1,6%), o crescimento com ajuste direto deve ficar ao redor de 1,0%, ante cerca de 0,7% no ajuste indireto.⁸ Resultado semelhante se observa para o PIB ex-agropecuária: próximo à mediana do QPC (1,7%), o crescimento permanece elevado no ajuste direto (0,8%), enquanto no ajuste indireto é mais contido (0,5%), em patamar mais próximo ao observado ao longo de 2025.

5/ O boxe citado traz uma breve discussão sobre as vantagens e desvantagens dos dois métodos de ajuste sazonal.
 6/ Utilizando-se as projeções para as variações interanuais do PIB e do Valor Adicionado Bruto (VAB) da agropecuária, é possível calcular as projeções para o crescimento do PIB ex-agropecuária de cada respondente do QPC, assim como a respectiva projeção para o crescimento na margem de acordo com a metodologia de ajuste sazonal adotada pelo IBGE.
 7/ A descrição detalhada do exercício encontra-se no boxe de março de 2025 citado anteriormente.
 8/ Para a associação entre a variação interanual e a variação na margem, considerou-se a mediana das variações na margem de cada simulação cujo interanual arredondado para uma casa decimal coincida com o valor de interesse. O mesmo procedimento foi realizado no restante do texto.

Gráfico 3 — 2026T1: variação na margem por tipo de ajuste sazonal

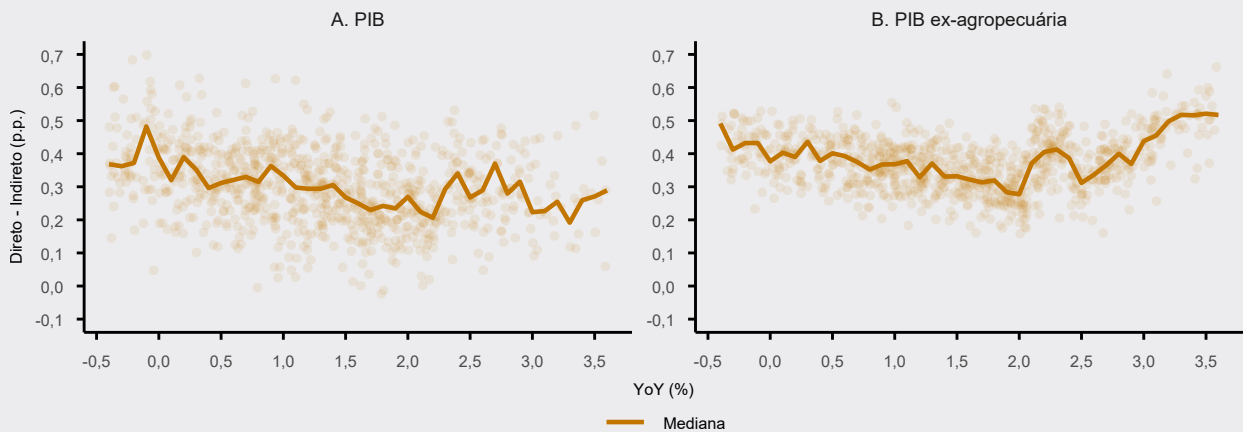
Ajuste sazonal usando dados até 2026T1



Para cada tipo de ajuste os pontos representam diferentes simulações.
A mediana (linha contínua) foi calculada em intervalos de 0,1 da variação interanual.

Gráfico 4 — 2026T1: Diferença entre as variações na margem por tipo de ajuste sazonal

Direto - Indireto. Ajuste sazonal usando dados até 2026T1

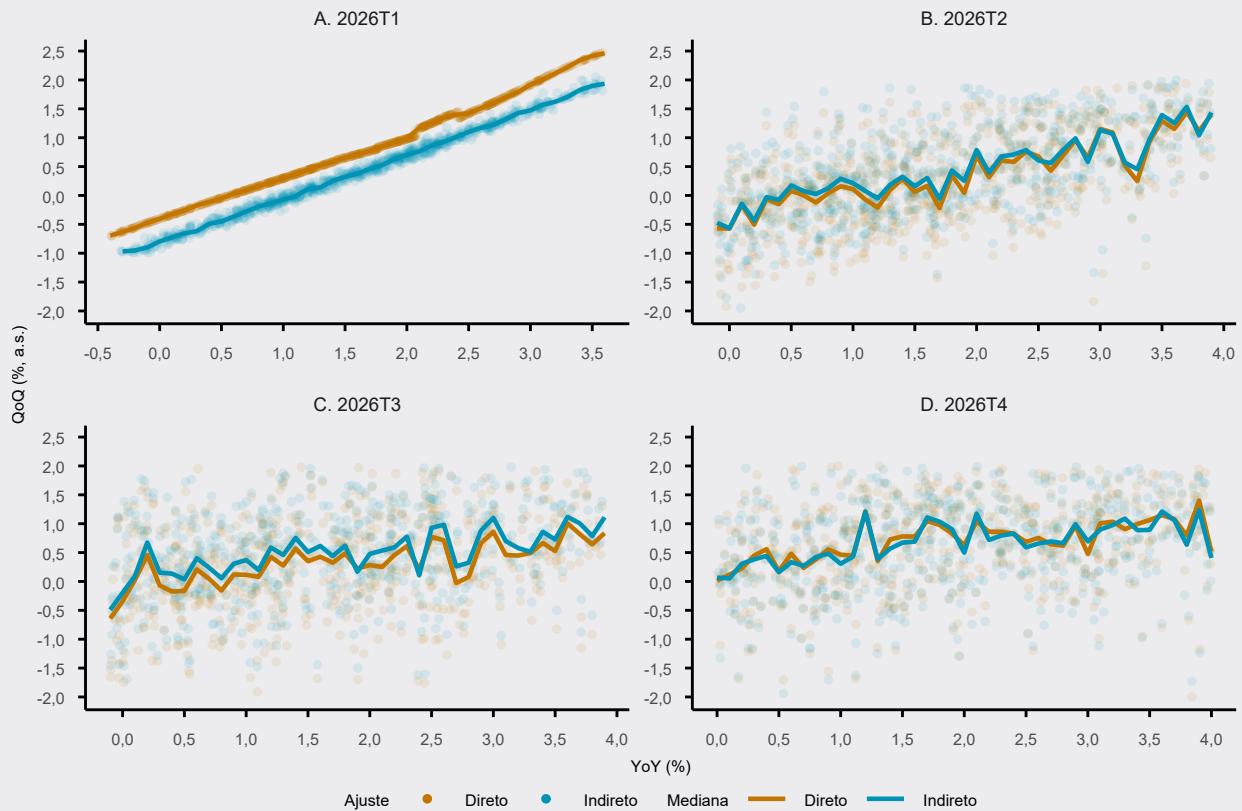


Os pontos representam diferentes simulações.
A mediana (linha contínua) foi calculada em intervalos de 0,1 da variação interanual.

Assim como em 2025, a diferença entre os métodos de ajuste sazonal concentra-se no primeiro trimestre e tende a ser pequena nos demais trimestres do ano (Gráfico 5). Quando o ajuste sazonal é realizado utilizando apenas informações disponíveis até cada trimestre, as taxas de crescimento obtidas pelos métodos direto e indireto são semelhantes para os trimestres restantes de 2026. Ainda assim, a diferença estimada para o primeiro trimestre persiste quando se amplia o horizonte do ajuste sazonal, isto é, quando se incorporam progressivamente os resultados dos trimestres subsequentes (Gráfico 6).

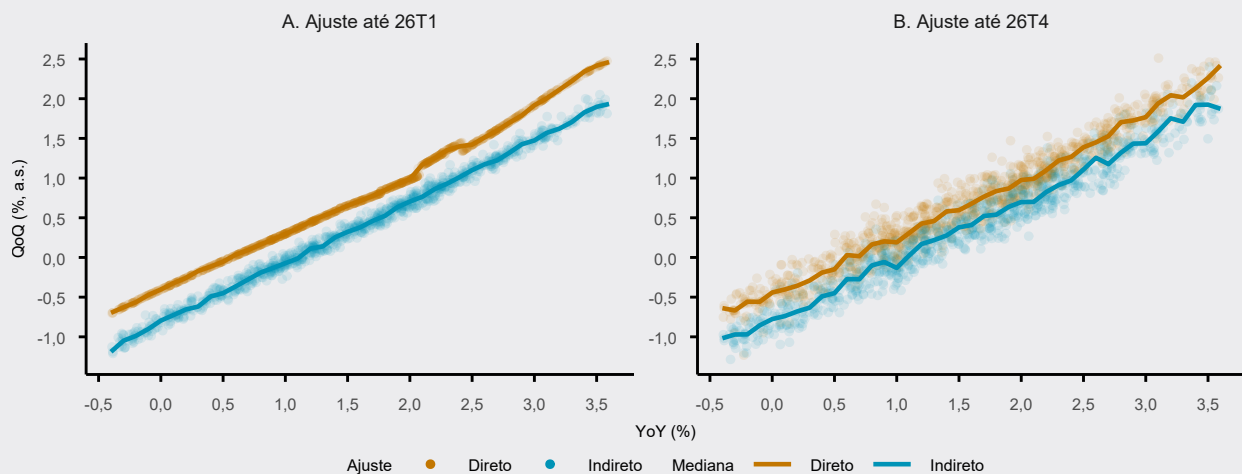
Gráfico 5 — PIB ex-agropecuária: variação na margem

Ajuste sazonal utilizando dados até o respectivo trimestre



Para cada tipo de ajuste os pontos representam diferentes simulações. A mediana (linha contínua) foi calculada em intervalos de 0,1 da variação interanual.

Gráfico 6 — PIB ex-agropecuária 2026T1: variação na margem por horizonte do ajuste sazonal



Para cada tipo de ajuste os pontos representam diferentes simulações. A mediana (linha contínua) foi calculada em intervalos de 0,1 da variação interanual.

A projeção do Banco Central do Brasil (BC) para o crescimento do PIB no primeiro trimestre de 2026 é de 1,5% em relação ao mesmo período do ano anterior, taxa levemente abaixo da mediana das projeções do QPC. Considerando a metodologia de dessazonalização utilizada pelo IBGE, essa projeção corresponde a um crescimento na margem de 0,9% no ajuste direto e de 0,5% no ajuste indireto. Para o PIB ex-agropecuária, projeta-se crescimento interanual de 1,7%, em linha com o QPC, o que se traduz em taxas na margem de 0,8%

no ajuste direto e de 0,5% no ajuste indireto. Considerando este último método, o crescimento esperado para o PIB ex-agropecuária é apenas moderadamente superior ao observado ao longo de 2025, refletindo fatores como o aumento real do salário mínimo e as medidas de desoneração ou redução do imposto de renda voltadas às faixas de menor renda. Há, contudo, grande incerteza quanto ao resultado, especialmente considerando o ajuste indireto, que depende da composição do crescimento.

A expectativa de crescimento mais elevado para o primeiro trimestre de 2026 torna novamente relevante a discussão sobre a leitura do crescimento na margem. Os exercícios apresentados neste box mostram que a interpretação do ritmo da atividade no início de 2026 depende de forma significativa do método de ajuste sazonal adotado. Em particular, enquanto o ajuste direto sugere um crescimento mais elevado do PIB ex-agropecuária no primeiro trimestre, o ajuste indireto aponta para um ritmo mais contido, mais próximo ao observado ao longo de 2025. Nesse contexto, sem prejuízo do papel central do PIB, o acompanhamento de um conjunto amplo de indicadores — inclusive de maior frequência — permanece fundamental para uma avaliação mais precisa do ritmo de crescimento da economia no início de 2026.

Projeções para a evolução do PIB em 2026

A projeção para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2026 permanece em 1,6%, mesmo valor divulgado no Relatório de Política Monetária (RPM) de dezembro, mantendo-se a expectativa de expansão moderada ao longo do ano.

A estabilidade da projeção de crescimento anual decorre do resultado do quarto trimestre de 2025, próximo ao esperado, e da manutenção da perspectiva de expansão trimestral moderada ao longo de 2026. Esse cenário é condicionado pela expectativa de política monetária em campo restritivo, pelo baixo nível de ociosidade dos fatores de produção, pela perspectiva de desaceleração da economia global e pela ausência do impulso agropecuário observado em 2025. Assim como no RPM anterior, o cenário incorpora também estimativas dos efeitos de medidas recentes com potencial de sustentar a demanda doméstica, como o aumento real do salário mínimo e a isenção ou o desconto no Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF) para as faixas iniciais de renda.

Embora o PIB agregado do quarto trimestre de 2025 tenha ficado alinhado às previsões do Banco Central do Brasil (BC), houve surpresas em seus componentes: em geral, os serviços superaram as expectativas, ao passo que a indústria e a demanda interna cresceram abaixo do previsto no RPM anterior. Essas surpresas têm impacto nas projeções dos componentes da oferta e da demanda para 2026. Além disso, o recente conflito no Oriente Médio eleva o grau de incerteza em torno das previsões. Se prolongado, seus impactos predominantes, no país e no exterior, devem ser consistentes com um choque negativo de oferta, aumentando a inflação e reduzindo o crescimento, ainda que alguns setores da economia brasileira, especialmente o petrolífero, possam se beneficiar.

Em termos de trajetória do PIB ao longo do ano, projeta-se crescimento mais expressivo no primeiro trimestre de 2026 — após virtual estabilidade ao longo do segundo semestre de 2025 — seguido de altas contidas nos trimestres seguintes. As medidas mencionadas, com potencial impacto sobre a demanda, bem como a previsão de crescimento da agropecuária no primeiro trimestre — apesar da expectativa de alta anual moderada para o setor — devem contribuir para a aceleração da atividade econômica nesse período. Contudo, o crescimento esperado para o primeiro trimestre e para o restante do ano, especialmente ao se excluir a agropecuária do PIB, é sensível à especificação do ajuste sazonal, conforme discutido em boxe deste Relatório.¹ Considerando o ajuste sazonal pelo método indireto, que agrega os componentes já dessazonalizados, o PIB excluindo a agropecuária deve apresentar crescimento mais homogêneo ao longo do ano, padrão que já havia ocorrido em 2025. Esses resultados sugerem que interpretações sobre o grau de aquecimento da atividade econômica, especialmente no início de 2026, devem ser feitas com cautela.

Sob a ótica da oferta, a estabilidade na projeção de crescimento anual do PIB repercute redução da estimativa para a indústria e elevações para serviços e agropecuária. A expectativa de expansão da agropecuária passou de 0,5% para 1,0%, diante de projeções mais favoráveis para a produção agrícola. Na indústria, a projeção foi revista de 1,9% para 1,2%, recuo que reflete a diminuição das expectativas de crescimento para a indústria de transformação e para a construção, ambas influenciadas pelo desempenho no quarto trimestre aquém do antecipado. Apesar da significativa revisão para baixo na projeção de crescimento anual da construção, espera-se que o setor avance ao longo do ano, impulsionado pelo segmento residencial e pelo aumento previsto nas obras de infraestrutura. A projeção para o setor de serviços teve revisão mais moderada, passando de 1,6% para 1,7%. Entre as atividades do setor terciário, destacam-se revisões negativas para comércio e transporte

1/ Boxe [Ajuste sazonal e incerteza sobre o ritmo de crescimento no início de 2026](#).

e revisões positivas para serviços de informação e serviços financeiros, em grande medida influenciadas pelas surpresas observadas no resultado do quarto trimestre.

Ainda sob a ótica da oferta, comparativamente ao resultado de 2025, a projeção para 2026 indica manutenção no ritmo de crescimento nos componentes mais cíclicos, em 1,4%.² Preserva-se, portanto, a expectativa de continuidade da expansão moderada desses setores em um ambiente de política monetária restritiva e de baixa ociosidade dos fatores de produção. Entre os segmentos menos cíclicos, projeta-se crescimento de 1,8%, ante 3,7% em 2025, desaceleração que decorre, principalmente, da expectativa de avanço mais modesto da agropecuária em 2026, após a forte alta registrada no ano anterior.

No âmbito da demanda interna, as projeções para o consumo das famílias e para a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) em 2026 foram revistas de 1,5% e 1,0%, no RPM anterior, para 1,4% e 0,5%, respectivamente, enquanto a estimativa de crescimento do consumo do governo passou de 1,5% para 2,0%. Essas revisões refletem, principalmente, as surpresas observadas no resultado do quarto trimestre de 2025. No setor externo, a previsão para as exportações teve elevação, de 2,0% para 2,5%, ao passo que a projeção para as importações foi mantida em 1,0%. Diante dessas projeções atualizadas, a contribuição da demanda interna para a evolução do PIB deve diminuir de 2,0 p.p. em 2025 para 1,3 p.p. em 2026, enquanto o setor externo deve novamente apresentar contribuição modesta, de 0,3 p.p.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %			
	2024	2025	2026 ¹	
			Anterior	Atual
Agropecuária	-3,7	11,7	0,5	1,0
Indústria	3,1	1,4	1,9	1,2
Extrativa mineral	0,5	8,6	4,0	4,0
Transformação	3,9	-0,2	1,3	0,5
Construção civil	4,4	0,5	2,5	1,0
EGAER ²	1,0	-0,4	0,5	1,0
Serviços	3,8	1,8	1,6	1,7
Comércio	3,8	1,1	1,7	1,2
Transporte, armazenagem e correio	1,9	2,1	3,0	1,7
Serviços de informação	6,1	6,5	3,5	4,0
Interm. financ.e serviços relacionados	5,5	2,9	0,8	3,0
Outros serviços	5,3	2,0	1,5	1,7
Atividades imobiliárias	3,1	2,0	1,7	1,7
Adm., saúde e educação públicas	1,7	0,5	1,0	1,0
Componentes mais cíclicos	4,2	1,4	1,8	1,4
Componentes menos cíclicos	1,7	3,7	1,3	1,8
Valor adicionado a preços básicos	3,1	2,4	1,6	1,5
Impostos sobre produtos	5,7	1,7	1,9	1,6
PIB a preços de mercado	3,4	2,3	1,6	1,6
Consumo das famílias	5,1	1,3	1,5	1,4
Consumo do governo	2,0	2,1	1,5	2,0
Formação bruta de capital fixo	6,9	2,9	1,0	0,5
Exportação	2,8	6,2	2,0	2,5
Importação	15,6	4,5	1,0	1,0

Fontes: IBGE e BC

1/ Estimativa.

2/ Eletricidade e gás, água, esgoto e atividades de gestão de resíduos.

2/ Classificação dos setores mais e menos sensíveis ao ciclo econômico, discutida em diversas edições do Relatório. As atividades menos cíclicas são: agropecuária; indústria extrativa; atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados; atividades imobiliárias; administração, defesa, saúde e educação públicas e seguridade social.

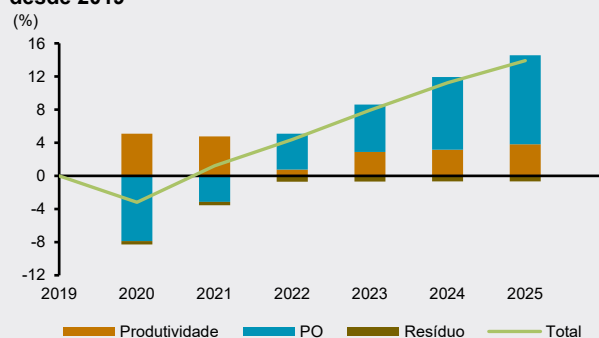
Evolução recente da produtividade do trabalho

O crescimento da produtividade do trabalho na economia brasileira desde 2019 foi modesto e decorreu sobretudo de efeitos de composição — com a realocação do emprego para atividades mais produtivas — e do desempenho favorável da produtividade na agropecuária. Ademais, desde 2023 a produtividade do trabalho permanece estável quando a agropecuária é desconsiderada.

Entre 2019, ano que antecedeu a pandemia, e 2025, o Valor Adicionado Bruto (VAB) total da economia registrou expansão de 13,9%. No mesmo período, a população ocupada cresceu 10,0%, enquanto a produtividade do trabalho¹ avançou 3,5%, evidenciando que a maior parte do crescimento do VAB no período se deu por meio da incorporação de trabalhadores à economia.

A alta relativamente modesta da produtividade do trabalho após 2019 (média de 0,6% ao ano) refletiu dinâmicas distintas ao longo do período, conforme ilustrado no Gráfico 1, que apresenta a decomposição da variação acumulada do VAB nas variações da produtividade do trabalho e da população ocupada.² Em 2020, observou-se forte elevação da produtividade, associada ao choque pandêmico, quando a redução da população ocupada superou a queda do VAB. A alta da produtividade foi gradualmente revertida até 2022, quando a variação acumulada da produtividade desde 2019 ficou praticamente nula. Em 2023, a produtividade apresentou alta expressiva, influenciada pelo aumento da produtividade da agropecuária em ano de safra recorde, passando a avançar em ritmo moderado nos dois anos seguintes.

Gráfico 1 – Decomposição da variação acumulada do VAB desde 2019



Fontes: IBGE e BC

A decomposição da variação acumulada da produtividade do trabalho, conforme metodologia apresentada em box do Relatório de Inflação (RI) de dezembro de 2023,³ mostra que o crescimento observado desde

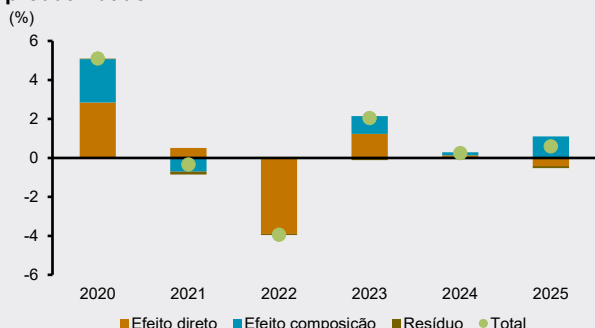
1/ Neste box, a produtividade do trabalho é definida como a razão entre o VAB e a população ocupada (PO). Os dados de VAB são provenientes das Contas Nacionais Trimestrais, enquanto os dados de PO têm como fonte a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) Trimestral. Os termos “produtividade do trabalho” e “produtividade” são usados indistintamente ao longo do texto, sempre significando produtividade do trabalho.

2/ Sejam \dot{Y}_t , \dot{A}_t e \dot{L}_t as variações percentuais do VAB, da produtividade do trabalho e da população ocupada, respectivamente. A variação do VAB pode ser decomposta como o somatório das variações da produtividade e da população ocupada, além de um terceiro termo que capta o resíduo gerado pela interação dos dois componentes ($\dot{Y}_t = \dot{A}_t + \dot{L}_t + \dot{A}_t \dot{L}_t$). O acúmulo das contribuições para vários períodos é feito usando a metodologia apresentada no Apêndice 3 do box [Análise setorial do PIB e da produtividade do trabalho](#), do RI de dezembro de 2023.

3/ Conforme Apêndice 1 do box [Análise setorial do PIB e da produtividade do trabalho](#), a variação da produtividade do trabalho pode ser decomposta em efeito direto do crescimento da produtividade dentro de cada setor (EDP), efeito composição da ocupação sobre a produtividade (ECP), além de um resíduo que abarca termos de segunda ordem ($\dot{A}_t = \text{EDP}_t + \text{ECP}_t + \text{Resíduo}_t$). O acúmulo das contribuições para vários períodos é feito usando a metodologia apresentada no Apêndice 3 desse box.

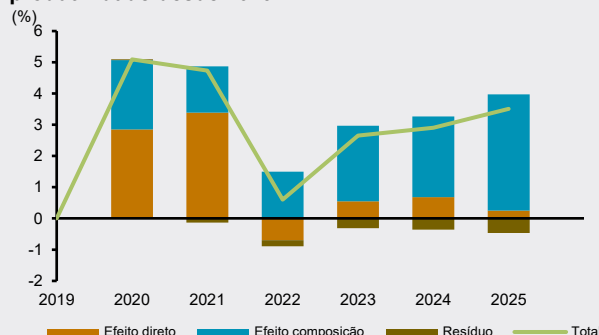
2019 foi impulsionado majoritariamente pelo efeito composição (ECP), decorrente da realocação do emprego para atividades relativamente mais produtivas. Em contraste, o efeito direto (EDP), que captura ganhos de produtividade dentro dos setores, apresentou contribuição praticamente nula no período analisado (Gráficos 2 e 3).

Gráfico 2 – Decomposição da variação anual da produtividade



Fontes: IBGE e BC

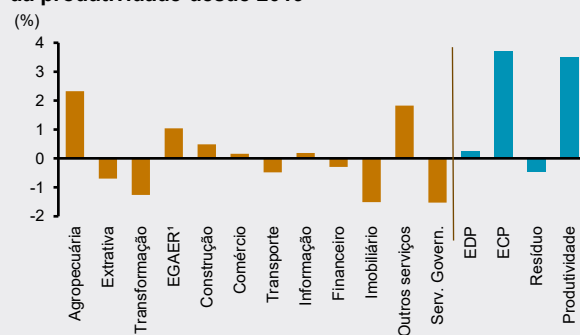
Gráfico 3 – Decomposição da variação acumulada da produtividade desde 2019



Fontes: IBGE e BC

Setorialmente, a agropecuária foi o principal destaque em termos de elevação da produtividade, resultado da combinação de expansão da produção e redução da população ocupada. O segmento de outros serviços também apresentou desempenho positivo desde 2019, possivelmente associado à maior incorporação de tecnologia e mudanças organizacionais, embora essa hipótese exija investigação adicional. Os demais segmentos registraram contribuições mais modestas ou mesmo negativas para a evolução da produtividade do trabalho agregada (Gráfico 4).

Gráfico 4 – EDP por atividade; ECP, EDP e variação total da produtividade desde 2019



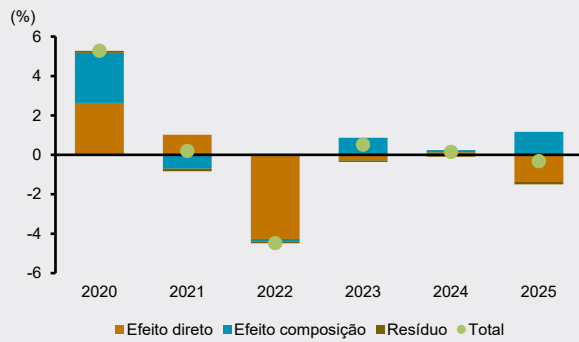
Fontes: IBGE e BC

1/ EGAER: Eletricidade e gás, água, esgoto, ativ. de gestão de resíduos.

Quando se exclui a agropecuária, o desempenho da produtividade mostra-se ainda mais limitado: cresceu apenas 1,1% desde 2019 (média de 0,2% ao ano), com o efeito direto tornando-se negativo — evidenciando queda agregada da produtividade intrassetorial nos demais segmentos da economia. Destaca-se ainda que desde 2023 a produtividade do trabalho permanece praticamente estagnada quando a agropecuária é desconsiderada (Gráficos 5 e 6).

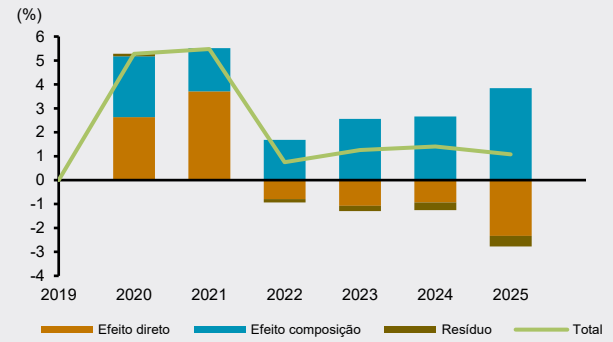
Em síntese, o desempenho da produtividade do trabalho no período recente foi moderado ou adverso na maior parte dos setores. O avanço modesto da produtividade agregada refletiu principalmente efeitos de composição — decorrentes da realocação do emprego para atividades relativamente mais produtivas — e o papel relevante da agropecuária e, em menor grau, de alguns segmentos de serviços. Em particular, ao excluir o setor agropecuário, a produtividade do trabalho ficou relativamente estável nos últimos três anos.

Gráfico 5 – Decomposição da variação anual da produtividade ex-agropecuária



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 6 – Decomposição da variação acumulada da produtividade ex-agropecuária desde 2019



Fontes: IBGE e BC

Esse quadro indica que a contribuição da produtividade para a redução dos custos do trabalho tem sido limitada. A eventual persistência do avanço modesto da produtividade do trabalho, combinada às restrições ao crescimento da população ocupada – decorrentes da taxa de desocupação em patamar reduzido, da relativa estagnação da participação na força de trabalho e da desaceleração do crescimento da população em idade de trabalhar – poderia restringir o potencial de crescimento da economia. Nesse contexto, acelerações da demanda podem se traduzir em pressões inflacionárias.

Política Monetária e o canal de crédito: resposta das concessões bancárias a mudanças na taxa Selic

Este boxe investiga a relação causal entre a taxa Selic e as concessões de crédito bancário com recursos livres, utilizando o método de projeções locais com variável instrumental. Os resultados corroboram o impacto contracionista da política monetária sobre as concessões de longo prazo. Demonstra-se, ainda, que a agregação de modalidades com respostas heterogêneas à política monetária dificulta a avaliação dos canais de transmissão sobre o crédito bancário.

Estudo anterior, publicado no Relatório de Inflação (RI) de setembro de 2022, investigou o canal clássico de juros, relacionando a taxa básica da economia às taxas cobradas em diversos segmentos de crédito.¹ O objetivo deste boxe é expandir a análise e explorar explicitamente aspectos causais derivados das decisões de política monetária sobre as concessões de crédito no mercado bancário. Ou seja, enquanto o estudo anterior tratava do efeito preço, o foco agora recai sobre o efeito quantidade.

Para isso, algumas modalidades de crédito do segmento livre foram agrupadas, dentro de cada tipo de tomador (pessoa física ou pessoa jurídica), segundo a similaridade do fato gerador na tomada dos recursos. Isso permite explorar a heterogeneidade natural entre as diversas modalidades, que podem ter respostas diferentes a mudanças na Selic. Para o tomador pessoa física, foram analisados três grupos de séries: crédito livre emergencial, crédito livre de longo prazo e crédito livre ex cartão à vista². Para pessoas jurídicas, os grupos foram: crédito livre de curto prazo, crédito livre de longo prazo e crédito livre pessoa jurídica total³. Gráficos com as variações acumuladas em doze meses dessas concessões de crédito estão disponíveis no apêndice.

O crédito livre emergencial a pessoas físicas parece responder positivamente às elevações da taxa Selic (Gráfico A1). Esse resultado não surpreende, já que as linhas que compõem esse grupo são mais utilizadas em situações de estresse financeiro das famílias, relativamente mais frequentes nos momentos em que a política monetária está contracionista. Por sua vez, as linhas de longo prazo possuem dinâmica mais compatível com o canal usualmente esperado de transmissão da política monetária (Gráfico A2). Por exemplo, as concessões reais dessazonalizadas de crédito livre de longo prazo a pessoas físicas caíram 15,7% quando se comparam as médias do período em que a Selic esteve em 2% (ago/20 a fev/21) e em 13,75% (ago/22 a jul/23). No caso de pessoas jurídicas, as modalidades de curto prazo aparentam ter, ao menos em parte, comportamento análogo ao das linhas emergenciais a pessoas físicas (Gráfico A4); enquanto o crédito livre de longo prazo parece ter sido afetado de forma mais visível pela dinâmica contracionista da política monetária (Gráfico A5).

1/ Trata-se do boxe [Repasse da taxa Selic para o mercado de crédito bancário](#), no RI de setembro de 2022. A análise desse canal clássico entre taxa básica de juros e taxa de juros de empréstimos bancários para o caso brasileiro recente também aparece no boxe “*Monetary Policy Transmission to Lending Rates*” do relatório do Artigo IV de 2025 do Fundo Monetário Internacional (FMI) para o Brasil.

2/ Seguindo a mesma abertura utilizada na parte de Crédito do capítulo 1 das últimas edições deste Relatório, o crédito livre emergencial é a soma do cheque especial, do cartão rotativo e do cartão parcelado. O crédito livre de longo prazo é a soma de consignado, não consignado, financiamento de veículos e outros bens e arrendamento mercantil de veículos e outros bens. Já o crédito livre ex cartão à vista é o crédito livre total excluindo os dados do cartão de crédito à vista. Os três grupos representam, respectivamente, os seguintes percentuais das concessões de crédito livre à pessoa física, tomando por base os dados acumulados em 12 meses de dezembro de 2025: 29,6%, 18,8% e 34,3%. Em relação ao saldo do crédito, considerando dezembro de 2025, representam: 8,5%, 63,0% e 77,6%.

3/ O crédito livre de curto prazo é a soma de desconto de duplicatas e recebíveis, desconto de cheques, antecipação das faturas de cartão, conta garantida, cheque especial, *vendor*, *comprar* e cartão à vista. O crédito livre de longo prazo é a soma de capital de giro, financiamento de veículos e outros bens e arrendamento mercantil de veículos e outros bens. Já o crédito livre pessoa jurídica total é a série padrão publicada mensalmente nas Estatísticas monetárias e de crédito. Os dois primeiros grupos representam, respectivamente, os seguintes percentuais das concessões de crédito livre à pessoa jurídica, tomando por base os dados acumulados em 12 meses de dezembro de 2025: 73,9% e 14,2%. Tomando como referência o saldo do crédito livre à pessoa jurídica, os respectivos percentuais são: 27,4% e 43,4%.

Nesse contexto, a transmissão da política monetária para as concessões de crédito foi estimada utilizando a técnica de projeções locais (Jordà, 2005), que permite inferir a resposta da variável y_t a um choque em diferentes horizontes de tempo ($h = 0, 1, 2, \dots$). Em particular, este boxe utiliza a técnica para estimar o chamado multiplicador cumulativo (Jordà & Taylor, 2025), que permite capturar o impacto médio da política monetária considerando toda a trajetória da taxa básica de juros e não apenas sua mudança inicial. Mais precisamente, o multiplicador no horizonte h indica a variação percentual esperada na variável de concessão, na média entre t e $t + h$, associada a uma elevação de 1 p.p. no nível da taxa básica de juros, também na média entre t e $t + h$. Formalmente, o multiplicador no horizonte h , m_h , é estimado a partir da seguinte equação:

$$\sum_{j=0}^h (y_{t+j} - y_{t-1}) = \alpha_h + m_h \left[\sum_{j=0}^h (Selic_{t+j} - Selic_{t-1}) \right] + \Gamma_h' X_t + \varepsilon_{t+h}^h,$$

em que y_t é o *log* das concessões deflacionadas e dessazonalizadas para cada um dos grupos anteriormente mencionados, $Selic_t$ é a taxa Selic, X_t é um vetor de controles⁴ e ε_{t+h}^h é o termo de erro.

Como a política monetária responde à conjuntura macroeconômica, às expectativas para as variáveis macroeconômicas e às próprias condições do mercado de crédito, há um potencial problema de endogeneidade que prejudica a identificação de relações causais. Assim, com o objetivo de inferir causalidade, o modelo foi estimado por Mínimos Quadrados em Dois Estágios, instrumentalizando a taxa Selic pela surpresa de política monetária, aqui definida como o erro de previsão da Selic entre os respondentes da pesquisa Focus, considerando-se a mediana das projeções na véspera de cada reunião do Copom⁵. A amostra compreende observações mensais de março de 2011 a dezembro de 2025. Os erros-padrão são robustos à heterocedasticidade de White.

Os multiplicadores estimados para os horizontes de 3, 6, 9 e 12 meses são apresentados na Tabela 1⁶.

Tabela 1 – Multiplicadores (m(h)) via projeção local com variável instrumental

h (meses)	Pessoa Física			Pessoa Jurídica		
	Emergencial	Longo Prazo	Livre Ex Cartão	Curto Prazo	Longo Prazo	Livre Total
3	1,5 (1,7)	-2,7 (3,0)	-0,6 (2,6)	1,8 (3,2)	-6,9 (4,6)	-0,7 (1,8)
6	1,8 (1,7)	-3,7* (2,1)	-1,2 (1,9)	1,3 (2,5)	-5,5* (2,9)	-0,5 (1,7)
9	1,3 (1,5)	-3,9** (1,5)	-1,3 (1,4)	1,1 (2,1)	-6,2*** (2,1)	-0,8 (1,6)
12	1,3 (1,6)	-3,7** (1,7)	-1,4 (1,5)	1,2 (2,1)	-6,2*** (1,9)	-0,7 (1,6)

Obs: (*), (**) e (***) indicam significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Erro padrão entre parênteses.

No segmento de pessoa física, o crédito livre de longo prazo possui relação inversa e estatisticamente significativa com a taxa de juros em horizontes mais longos. O mesmo ocorre no crédito livre de longo prazo para pessoas jurídicas. Tomando por base as linhas livres de longo prazo para pessoas físicas, o multiplicador estimado indica que, ao longo de 12 meses, cada aumento médio de 1 p.p. na Selic causa uma queda de 3,7% no nível médio das concessões de crédito em relação ao contrafactual em que tal choque não ocorre.

4/ Os controles consistem em defasagens da Selic, do log do Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br)(dessazonalizado) e da própria variável dependente.

5/ Essas surpresas capturam o componente não antecipado das decisões de política monetária e, assim, são plausivelmente ortogonais às concessões de crédito, constituindo um instrumento teoricamente adequado para a identificação causal. Leigh e Xu (2025) empregam estratégia semelhante, embora com diferenças práticas, para investigar a transmissão da política monetária para as taxas de juros em uma abordagem de projeções locais.

6/ Os resultados para a estatística de Cragg-Donald estão disponíveis no apêndice. Nota-se que, para a maior parte dos horizontes, a estatística F de Cragg-Donald > 10, indicando que o instrumento não é fraco.

Os parâmetros associados às linhas de curto prazo ou emergenciais são não significativos, assim como aqueles relacionados ao crédito livre *ex cartão* à vista a pessoas físicas e ao total do crédito livre a pessoas jurídicas. Para as primeiras, provavelmente o canal clássico de transmissão da taxa de juros se contrapõe à natureza de alívio de restrição de liquidez dessas linhas. Já os dois últimos grupos aglutinam diversas séries com características muito diferentes, tornando mais difícil obter uma resposta única às condições da política monetária, resultado coerente com a heterogeneidade comentada anteriormente⁷.

Em suma, os resultados sugerem que a relação causal negativa entre a taxa básica de juros e as concessões de crédito está mais presente nas linhas de longo prazo. A análise a partir das séries de concessões muito agregadas torna mais difícil mensurar os efeitos da política monetária, uma vez que incorpora modalidades de crédito com características de curto prazo ou emergenciais, que possuem dinâmicas distintas.

Referências

International Monetary Fund. (2025). Brazil: 2025 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil. IMF Country Report No. 25/194.

Jordà, Ò. (2005). "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections." *American Economic Review* 95 (1): 161-182.

Jordà, Ò. & Taylor, A. M. (2025). "Local Projections." *Journal of Economic Literature* 63 (1): 59-110.

Leigh, D. & Xu, R. (2025). "Monetary Policy Transmission to Lending Rates: Evidence from Brazil". IMF Working Paper.

7/ Esse resultado é compatível com o encontrado no boxe [Evolução do mercado de crédito nos ciclos de distensão da política monetária](#), de março de 2018, que não encontrou tendência expressiva de crescimento nem reação disseminada entre as modalidades do crédito livre a pessoas jurídicas no último ciclo de distensão avaliado.

Apêndice

Gráfico A1 – Concessões - PF Livre Emergencial

% Var. acumulada 12m

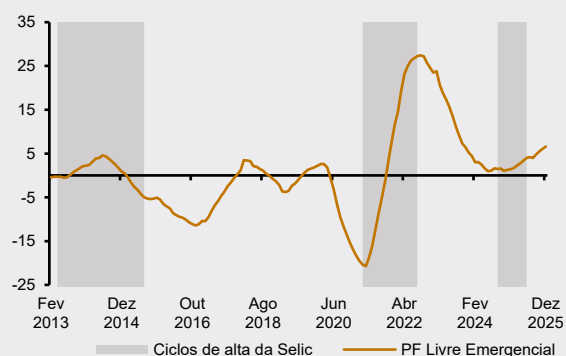


Gráfico A2 – Concessões - PF Livre de Longo Prazo

% Var. acumulada 12m

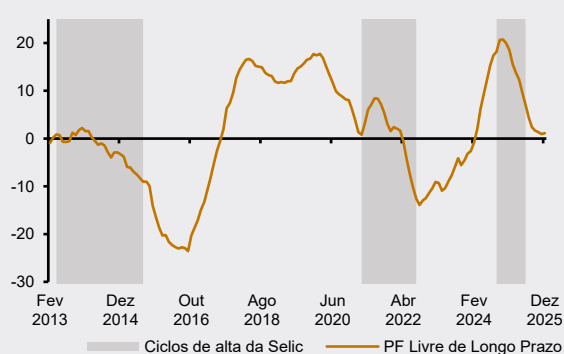


Gráfico A3 – Concessões - PF Livre ex Cartão à Vista

% Var. acumulada 12m

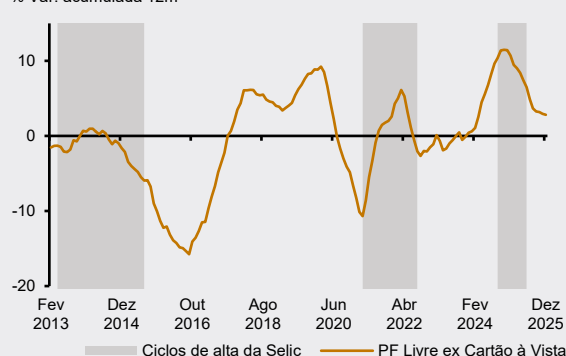


Gráfico A4 – Concessões - PJ Livre de Curto Prazo

% Var. acumulada 12m

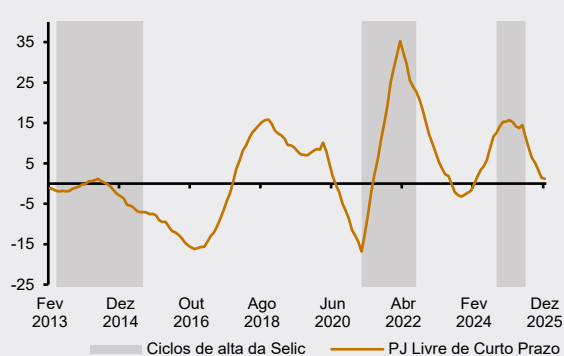


Gráfico A5 – Concessões - PJ Livre de Longo Prazo

% Var. acumulada 12m

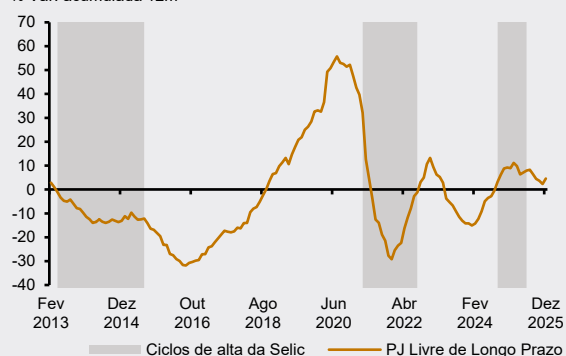


Gráfico A6 – Concessões - PJ Livre Total

% Var. acumulada 12m

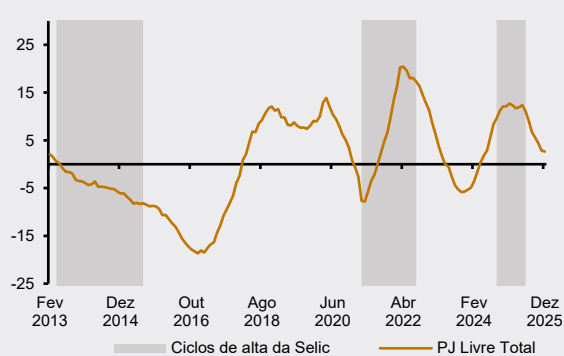


Tabela A1 – Estatística F de Cragg-Donald

h (meses)	Pessoa Física			Pessoa Jurídica		
	Emergencial	Longo Prazo	Livre Ex Cartão	Curto Prazo	Longo Prazo	Livre Total
3	19,5	17,4	17,9	19,9	18,1	19,9
6	15,0	13,7	13,8	16,1	14,2	15,9
9	13,6	12,4	12,2	13,9	12,3	13,9
12	10,0	9,7	8,9	10,5	9,2	10,6

Projeções para a evolução do crédito em 2026

A projeção de crescimento nominal do saldo do crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) para 2026 foi revisada de 8,6% para 9,0%, refletindo principalmente a evolução recente acima do antecipado. A projeção atualizada segue indicando desaceleração do crédito pelo segundo ano consecutivo.

O saldo do crédito no SFN cresceu 10,3% em 2025, abaixo da variação de 11,5% observada em 2024, mas acima da projeção de 9,4% publicada no Relatório de Política Monetária (RPM) de dezembro. Os resultados superaram o esperado principalmente nos segmentos de crédito livre a pessoas físicas e direcionado a pessoas jurídicas. Em contraposição, a variação do crédito livre a pessoas jurídicas ficou aquém do projetado.

O ritmo de crescimento interanual do saldo de crédito no SFN diminuiu discretamente desde o último Relatório, passando de 10,3% em outubro para 10,1% em janeiro. A variação do saldo do crédito com recursos livres arrefeceu tanto no segmento de pessoas físicas como no de pessoas jurídicas. Contudo, o saldo do crédito livre para famílias evoluiu acima do projetado no último RPM. As concessões do segmento aumentaram no quarto trimestre, com maior expansão do crédito consignado, do financiamento de veículos e de linhas emergenciais. O ritmo de crescimento da carteira de pessoas jurídicas com recursos direcionados aumentou nesse período, alavancado pelo crédito rural e pelas operações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

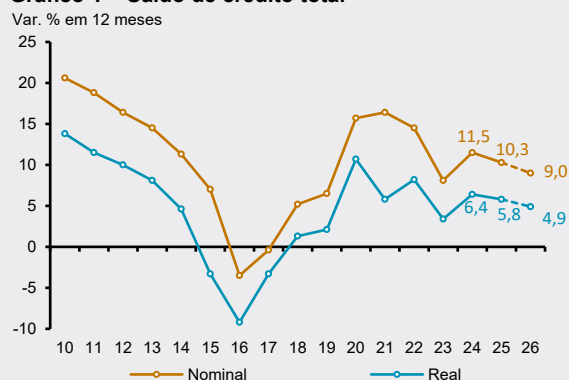
Nesse contexto, a projeção de crescimento nominal do saldo do crédito no SFN para 2026 foi revisada de 8,6% para 9,0%. A revisão refletiu principalmente o desempenho acima do esperado do crédito livre a pessoas físicas e do direcionado a pessoas jurídicas. As projeções desses segmentos aumentaram 0,5 p.p., para 9,5% e 11,5%, respectivamente. A projeção para o crédito direcionado a pessoas físicas também foi majorada, alcançando 9,5%. Nesse segmento, em particular, continua a perspectiva de evolução relativamente favorável do crédito imobiliário.

A projeção atualizada mostra continuidade da desaceleração do crédito pelo segundo ano consecutivo. Em termos reais, projeta-se crescimento de 4,9% no saldo de crédito total em 2026, que representa redução ante a variação real do crédito em 2024 e 2025 (Gráfico 1). A desaceleração esperada é consistente com o cenário prospectivo para a atividade econômica doméstica e com os efeitos correntes e defasados da política monetária, em contexto de endividamento e comprometimento de renda elevados.

Tabela 1 – Saldo de crédito

	Variação % em 12 meses				
	Ocorrido		Jan 2026	Proj. 2026	
	2024	2025		Anterior	Atual
Total	11,5	10,3	10,1	8,6	9,0
Livres	11,3	8,7	8,3	7,8	8,1
PF	12,6	13,4	12,4	9,0	9,5
PJ	9,5	2,3	2,4	6,0	6,0
Direcionados	11,9	12,6	12,6	9,7	10,2
PF	12,5	9,6	9,6	9,0	9,5
PJ	10,7	18,6	18,5	11,0	11,5
Total PF	12,6	11,7	11,1	9,0	9,5
Total PJ	9,9	8,2	8,3	7,9	8,2

Gráfico 1 – Saldo de crédito total

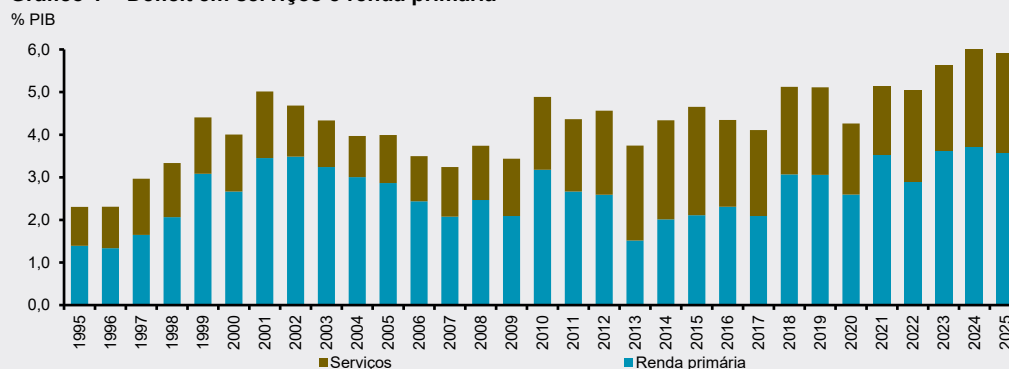


Déficits de serviços e de renda primária no balanço de pagamentos: dinâmica recente e possível persistência

Este boxe avalia o comportamento dos déficits nas contas de serviços e de renda primária do balanço de pagamentos a fim de identificar se parte do aumento recente pode ser duradouro, possivelmente refletindo movimentos de caráter mais estrutural do que conjuntural. Na conta de serviços, as despesas com a adoção de novas tecnologias de informação, comunicação e armazenamento de dados se destacam como vetor de pressão mais persistente. Na conta de renda primária, o aumento das despesas com lucros e dividendos também pode perdurar por mais tempo, pois não resulta somente de uma taxa de lucratividade mais alta, mas também do estoque mais elevado de investimento direto no país.

Os déficits das contas de serviços e de renda primária do balanço de pagamentos têm registrado níveis recordes nos últimos anos. Somados, corresponderam a 4,4% do Produto Interno Bruto (PIB) na média do período de 2010 – primeiro ano que incorpora dados de receitas e despesas de lucros reinvestidos – a 2017. Essa média subiu para 5,3% do PIB no período de 2018 a 2025, sendo que os últimos três anos registraram os maiores valores da série: 5,6% em 2023, pico de 6,2% em 2024, seguido de 5,9% em 2025 (Gráfico 1). Esses déficits persistentemente elevados têm influenciado o resultado da conta de transações correntes, mais do que compensando o desempenho bastante superavitário da balança comercial de bens. Nesse contexto, com o objetivo de identificar possíveis aspectos estruturais relacionados ao aumento do déficit, este boxe examina o comportamento dos principais componentes das contas de serviços e de renda primária.

Gráfico 1 – Déficit em serviços e renda primária

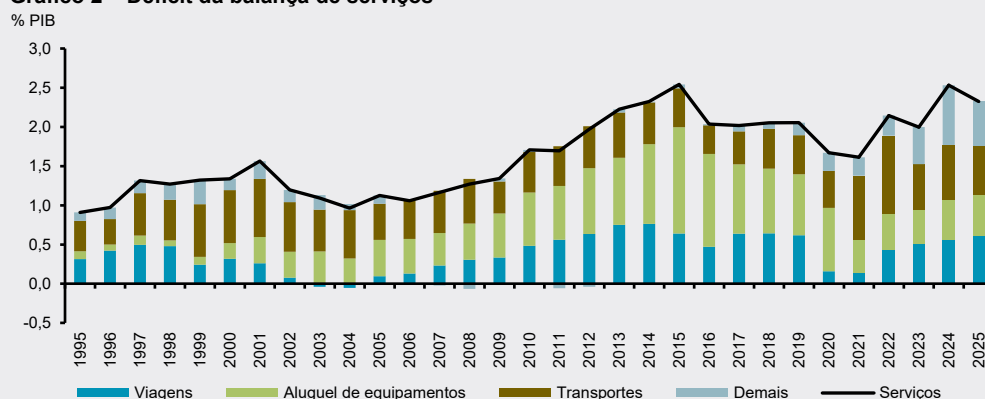


*Houve mudanças metodológicas ao longo dos anos, sendo a mais importante a incorporação de reinvestimentos de lucros na renda primária a partir de 2010.

Serviços

Entre 2004 e 2015, impulsionado pelas despesas com viagens e aluguel de equipamentos, o déficit na conta de serviços aumentou de forma consistente, atingindo o auge da série (2,5% do PIB) em 2015 (Gráfico 2). A retração dos gastos nessa última rubrica explica o recuo no déficit da conta de serviços a partir de 2016, movimento que se acentuou na pandemia pela restrição de viagens internacionais. De 2022 em diante, o déficit na balança de serviços voltou a aumentar, impulsionado agora pelo aumento das despesas com transportes e com serviços recreativos e digitais – os dois últimos contidos na rubrica “Demais”. Essa dinâmica e suas implicações podem ser analisadas a partir do comportamento de cada componente específico.

Gráfico 2 – Déficit da balança de serviços



A análise desagregada permite constatar, por exemplo, que as despesas líquidas com viagens estão em nível semelhante ao pré-pandemia e seguem abaixo do pico histórico (0,8% do PIB) de 2014 (Gráfico 3). Dados do Ministério da Justiça e Segurança Pública¹ mostram que 2025 registrou recorde de viagens internacionais de brasileiros (Gráfico 4), em um contexto de normalização pós-pandemia e apreciação do real. Apesar do fluxo de passageiros em patamar elevado, o gasto médio com viagens internacionais² tem se mantido estável desde 2015 e abaixo do registrado entre 2012 e 2014 — período de taxa de câmbio relativamente favorável, com expansão da renda disponível e baixo desemprego. As flutuações nas despesas com viagens, à exceção do período pandêmico, parecem, portanto, associadas à conjuntura econômica, notadamente à taxa de câmbio e à renda das famílias.

Gráfico 3 – Viagens

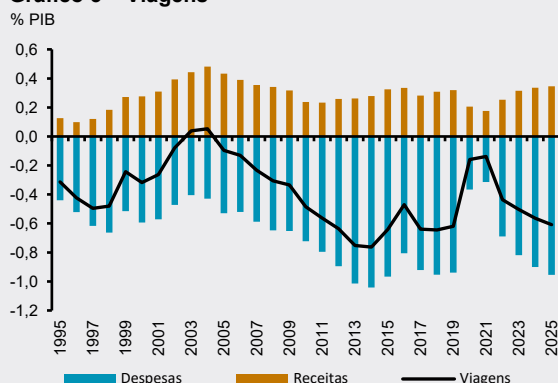
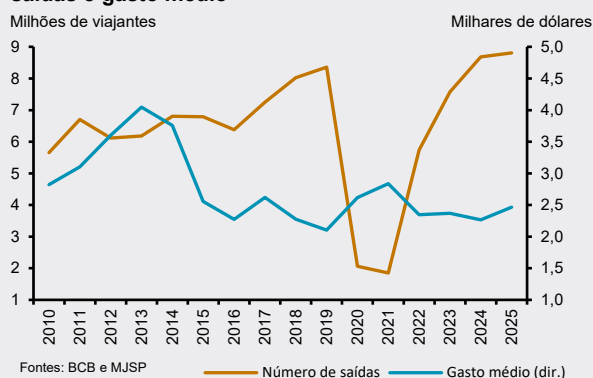


Gráfico 4 – Viagens internacionais de residentes - saídas e gasto médio



As despesas líquidas com aluguéis de equipamentos, por sua vez, estão em patamar substancialmente inferior ao valor recorde de 2015 (Gráfico 5), a partir do qual houve sucessivas reduções até 2021. Os elevados gastos nesse item estão ligados à estratégia de afretamento mercantil de bens voltados à exploração de petróleo e gás natural, principalmente plataformas de petróleo, viabilizada pelo Repetro³. Esse regime aduaneiro especial, em sua concepção inicial, permitia a admissão temporária desses bens com dispensa do pagamento dos tributos federais. Para aproveitar esse benefício fiscal, havia a exportação ficta de unidades construídas no Brasil, como a plataforma P-51⁴, que foi afretada após ser exportada formalmente. Essa estrutura gerava um aumento ficto nas exportações (Gráfico 6) e nas despesas com locação desses bens, este último contabilizado na rubrica de aluguel de equipamentos na conta de serviços. Em 2017, esse e outros três regimes aduaneiros foram substituídos pelo Repetro-Sped, que eliminou a necessidade da exportação ficta e posterior afretamento para obtenção do benefício fiscal, e os bens que haviam sido fictamente exportados

1/ Foram contabilizadas as viagens de residentes ao exterior da base do [Portal de Imigração](#).

2/ Para uma estimativa do gasto médio com viagens, as despesas totais com viagens do balanço de pagamentos foram divididas pela quantidade de residentes que saíram do país registrados pelo Ministério da Justiça e Segurança Pública.

3/ Mais detalhes sobre o Repetro estão disponíveis no [site](#) da Receita Federal.

4/ Exemplo: contrato 4600289064 firmado entre a matriz da Petrobras e sua subsidiária, PETROBRAS NETHERLANDS B.V. – PNBV, em 2008. Disponível em [Contratos | Petrobras](#).

começaram a ser fictamente importados a partir de 2018. Essa mudança regulatória explica grande parte das flutuações do déficit em aluguel de equipamentos no período.

Gráfico 5 – Aluguel de equipamentos

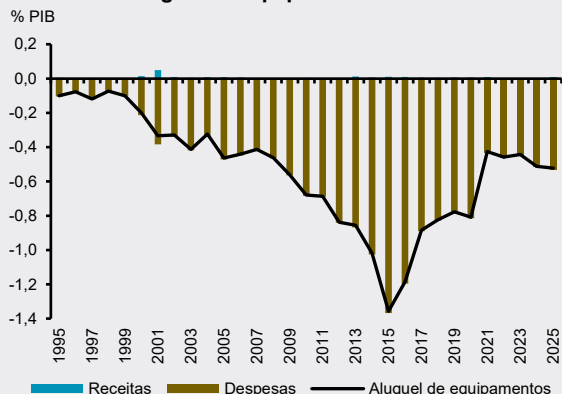
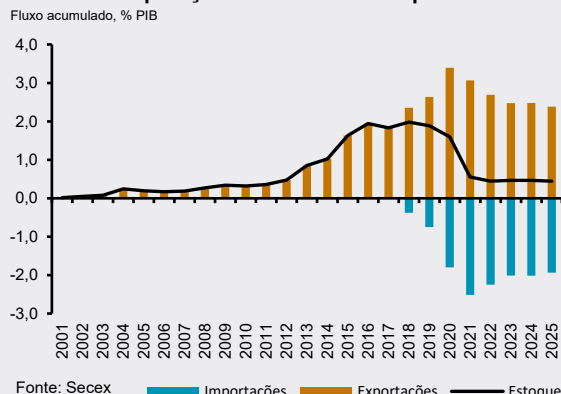
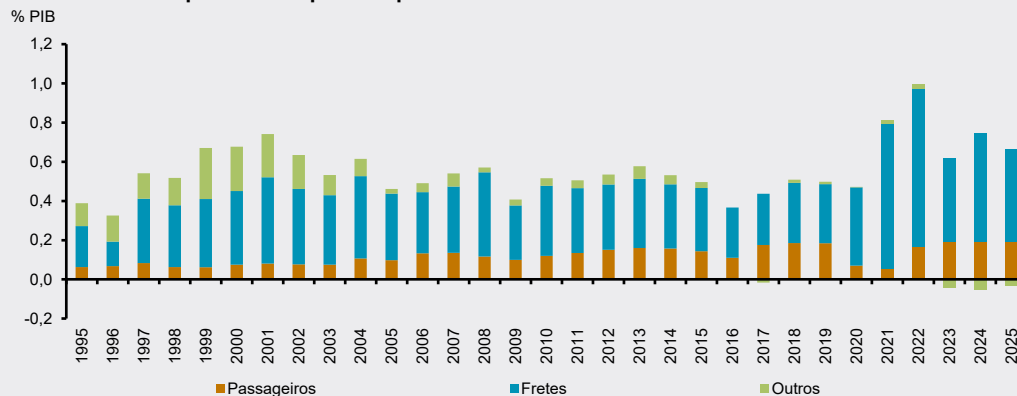


Gráfico 6 – Operações no âmbito da Repetro



No caso dos transportes, mesmo com o pequeno recuo em 2025, as despesas líquidas seguem pouco acima da média histórica (Gráfico 7). A maior parte desses gastos refere-se a fretes⁵, cujos preços subiram expressivamente em 2021 e no início de 2022 (Gráfico 8)⁶, no contexto da pandemia de Covid e em linha com o aumento do preço do petróleo. A despeito da normalização dos preços a partir de 2022, choques pontuais — como ataques a navios no Mar Vermelho e a restrição operacional no Canal do Panamá — continuaram gerando volatilidade na série. Em contrapartida a essa melhora do preço dos fretes, o volume importado pelo Brasil voltou a crescer (Gráfico 9), influenciado pela expansão da demanda agregada doméstica e pela queda nos preços dos produtos chineses⁷, o que fez com que os gastos com fretes não retornassem, até 2025, aos níveis pré-pandemia. Em virtude de seu impacto no fluxo de navios no Estreito de Ormuz, o atual conflito no Oriente Médio, iniciado no fim de fevereiro, é uma nova fonte de pressão para os preços internacionais de fretes marítimos. Conseqüentemente, é possível que haja repercussões sobre os gastos de frete da economia brasileira se tal situação perdurar.

Gráfico 7 – Transportes - Despesas líquidas



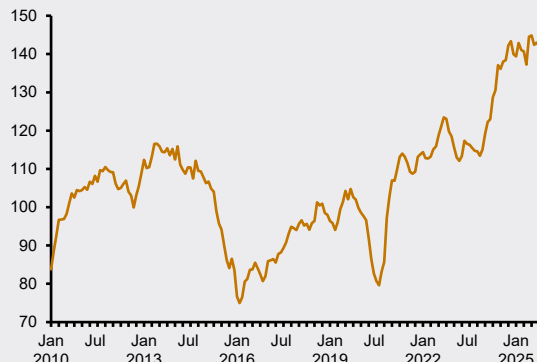
5/ Na revisão metodológica ordinária [implementada na divulgação](#) dos dados de novembro de 2022, as receitas e despesas com fretes passaram a seguir os dados divulgados pela Secex.
 6/ O aumento do preço dos fretes já foi abordado no box [Índice de pressão nas cadeias de suprimentos brasileiras](#) do Relatório de Inflação (RI) de setembro de 2022 e no estudo [Impacto do aumento nos custos de fretes e seguros nos preços importados da China](#), publicado em novembro de 2024 no BC Blog. Esse último estudo também detalha a construção do índice de preços de frete de importação, calculado utilizando valores de fretes divulgados pela Secex, com metodologia da Funcex.
 7/ Sobre esse tema, ver o box [Comércio bilateral do Brasil com EUA e China](#) no Relatório de Política Monetária (RPM) de junho de 2025.

Gráfico 8 – Preços de transporte

Índice, 2019 = 100

**Gráfico 9 – Índices de quantum - importação**

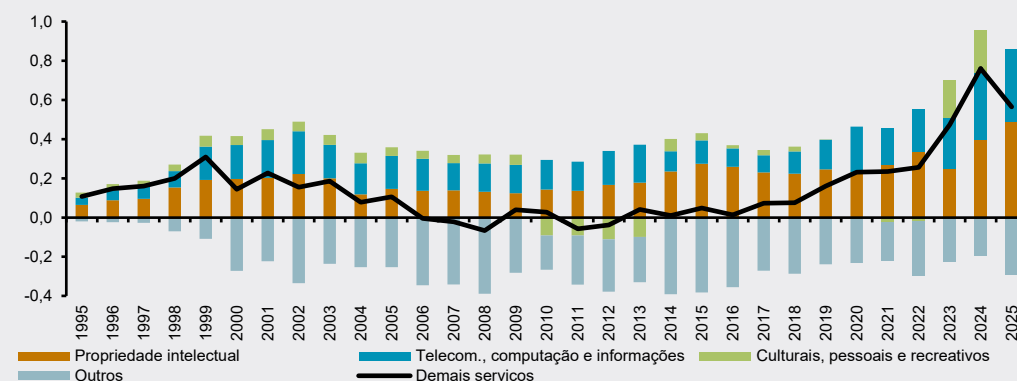
Índice (2019 = 100), MM3M a.s.



Por fim, o Gráfico 10 apresenta o comportamento do grupo “demais serviços” e seus componentes, item que apresentou crescimento consistente nos últimos anos. Somadas, as despesas líquidas com serviços de propriedade intelectual e serviços de tecnologia (telecomunicações, computação e informações) atingiram 0,9% do PIB em 2025, mais do que o dobro (0,4% do PIB) do registrado em 2019. Elas englobam, entre outros, serviços relacionados a redes sociais e publicidade digital, além de *streaming* e de computação em nuvem. Especialmente após a pandemia, o uso intensivo de plataformas digitais de comunicação e novas tecnologias da informação impulsionaram as despesas nesse item do balanço de serviços. Considerando que esses serviços são desenvolvidos e comercializados majoritariamente por empresas detidas por não residentes, espera-se que esse item da conta de serviços continue relevante nas contas externas.⁸

Gráfico 10 – Demais serviços - despesas líquidas

% PIB



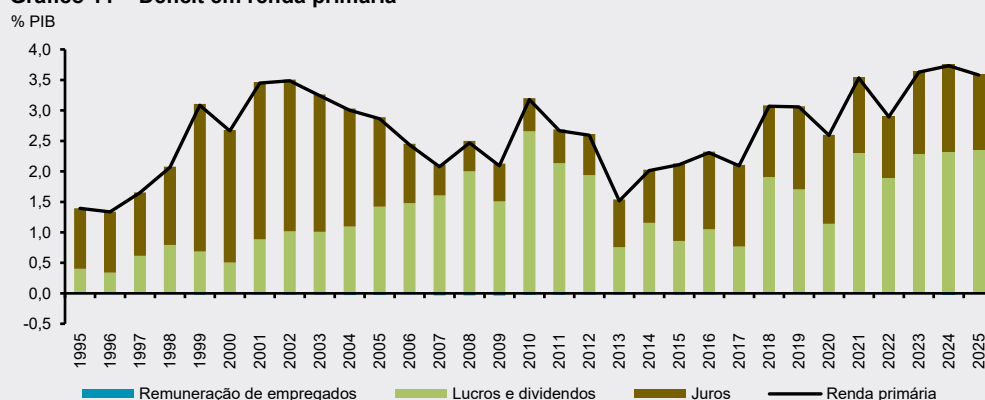
Em suma, no tocante à conta de serviços, parte do comportamento do déficit ao longo do tempo reflete uma combinação entre questões conjunturais (câmbio e renda das famílias afetando viagens), mudança regulatória (Repetro e seu impacto no aluguel de equipamentos), volatilidade no comércio internacional e demanda interna por importados (transportes, via fretes). Por sua vez, o recente aumento das despesas com serviços digitais parece ter caráter mais estrutural, uma vez que está associado a mudanças de comportamento das famílias e empresas em um contexto de novas dinâmicas tecnológicas de comunicação e informação.

8/ Os gastos com apostas esportivas, que também foram afetados por mudanças regulatórias e tecnológicas nos últimos anos, são compilados na conta de serviços pessoais e recreativos, que chegou a apresentar déficit de 0,2% do PIB em 2023 e 2024. Contudo, esse movimento foi revertido em 2025, com a regulação das apostas esportivas, que exigiu que as empresas atuantes no segmento tenham sede e CNPJ no Brasil e autorização do Ministério da Fazenda, reduzindo transações com não residentes e deslocando parte da despesa para o mercado doméstico.

Renda primária

A conta de renda primária do balanço de pagamentos reflete a remuneração dos fatores de produção entre residentes e não residentes e pode ser decomposta em três componentes: remuneração de empregados; lucros e dividendos; e juros (Gráfico 11). Dada sua relevância, este boxe foca nos últimos dois componentes. Na última década, a despesa líquida com juros ficou relativamente estável, apesar de algumas oscilações. As despesas líquidas com lucros e dividendos, no entanto, aumentaram a partir de 2021 e desde então se situaram num patamar médio de 2,2% do PIB, maior do que o observado nos cinco anos anteriores (1,3% do PIB).

Gráfico 11 – Déficit em renda primária



O aumento das despesas com lucros e dividendos pode refletir tanto uma maior taxa de retorno quanto um maior estoque de investimentos. Por isso, convém analisar a posição de investimento internacional (PII), que é o demonstrativo estatístico que apresenta o valor do estoque dos ativos financeiros de residentes de uma economia, que compõem direitos contra não residentes, e dos passivos de residentes de uma economia, que constituem obrigações junto a não residentes. O saldo da PII do Brasil, a diferença entre o total de ativos e passivos, é historicamente negativo (Gráfico 12).⁹ Entre os passivos da PII há componentes que geram despesas com juros, como títulos e operações intercompanhia, e outros que geram despesas com lucros e dividendos, como ações e participação em capital (Gráfico 13). Atualmente, a maior parte do estoque passivo no caso do Brasil é formada por investimento direto e a participação no capital, maior componente do passivo externo brasileiro, cresceu de 27% do PIB em 2010 para 47% do PIB em 2025.

Gráfico 12 – Posição de investimento internacional (PII)

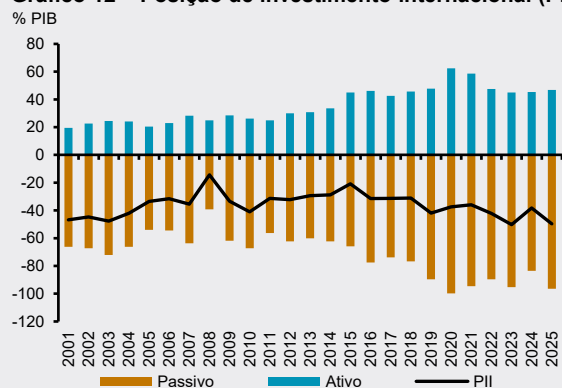
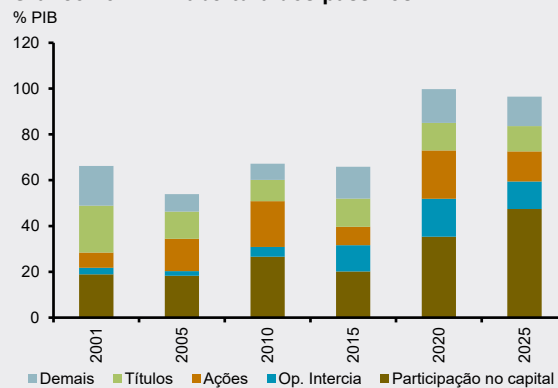


Gráfico 13 – PII - abertura dos passivos



Esse crescimento do passivo dos investimentos diretos com participação no capital pressionou as despesas com lucros e dividendos. Mesmo com aumento nas receitas, essa rubrica alcançou déficit de 2,2% do PIB na média dos últimos cinco anos, em contraste com a média de 1,5% do PIB registrada entre 2010 e 2019 (Gráfico 14). Por fim, a lucratividade da posição de participação no capital do Investimento Direto no País (IDP) – estimada pela relação entre despesa anual de lucros e o estoque detido pelos não residentes – também cresceu, mas de forma mais modesta, com média de 7,6% desde 2021 ante a média de 6,2% nos cinco anos anteriores

9/ Os dados históricos trimestrais estão disponíveis na página [Tabelas Especiais](#) da seção Estatísticas do site do Banco Central do Brasil (BC). Já os dados mais recentes, porém preliminares, são divulgados nas tabelas 17 e 18 das [Notas para Imprensa do setor externo](#)

(Gráfico 15)¹⁰. Portanto, a maior parte do aumento nas despesas com lucros e dividendos no quinquênio mais recente parece estar mais associada ao crescimento do estoque investido no Brasil do que a um aumento da taxa de retorno, o que possivelmente torna mais persistente essa fonte de pressão no déficit da conta de transações correntes do balanço de pagamentos.

Gráfico 14 – Lucros e dividendos

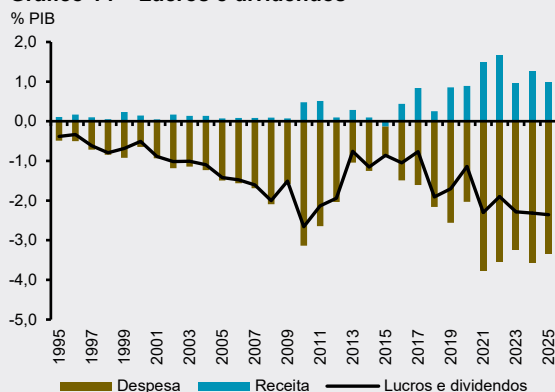
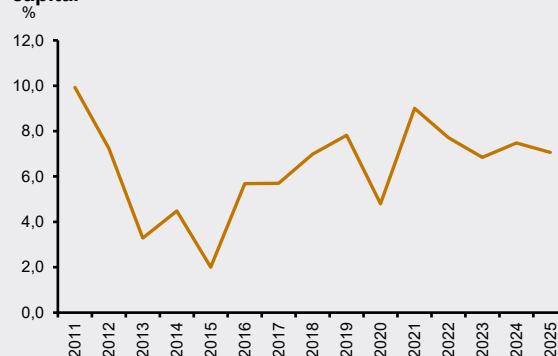


Gráfico 15 – Lucratividade do IDP - Participação no capital



Os pagamentos líquidos de juros, segundo principal item da balança de renda primária, têm se mantido relativamente estáveis como proporção do PIB na última década (Gráfico 16), apesar de alguma variação entre 2021 e 2024 refletindo, com alguma defasagem, as taxas de juros internacionais. Todavia, a magnitude dos movimentos recentes é substancialmente menor do que a observada no fim dos anos 1990 e início dos anos 2000, quando o grande nível de despesa refletia características estruturais muito diferentes da economia brasileira, caracterizada por alto endividamento externo do setor público e privado, risco-país elevado e maior dependência de empréstimos externos de curto e médio prazo (Gráfico 17). Nos últimos anos, a despeito das oscilações das taxas de juros domésticas e internacionais, bem como dos *spreads* soberanos e corporativos, a participação de não residentes na Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) se mantém limitada¹¹ e as captações geralmente refletem taxas de juros de prazo mais longo, que respondem de maneira defasada às variações de política monetária. Adicionalmente, cresceu a relevância dos pagamentos de juros associados a operações intercompanhia, que são uma forma de investimento direto, e possivelmente sujeitas a menores dificuldades de rolagem em momentos de crise.

Gráfico 16 – Juros

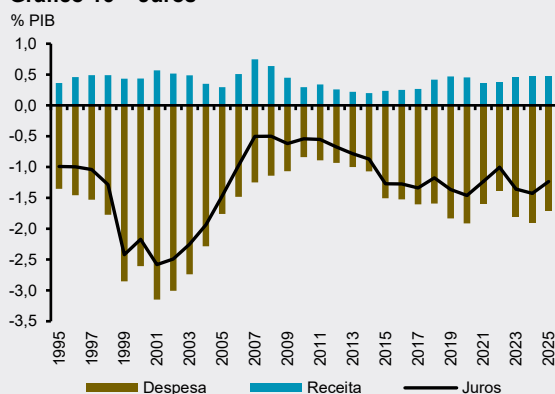
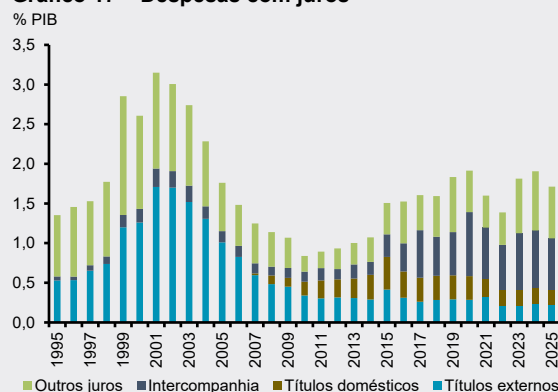


Gráfico 17 – Despesas com juros



10/ Mais informações sobre os fluxos e posições dos investimentos diretos podem ser encontradas no [Relatório de Investimento Direto](#), divulgado anualmente.

11/ A participação estrangeira na DPMFi está registrando valores ao redor de 10% desde 2020. O maior valor da série foi de 20,8%, em maio de 2015.

Conclusão

As evidências sugerem que dois vetores potencialmente persistentes contribuíram para o aumento recente do déficit em transações correntes: (i) o avanço dos gastos com serviços associados à tecnologia, impulsionados pela digitalização da economia e pela crescente demanda por serviços de dados; e (ii) a elevação das despesas com lucros e dividendos oriunda do aumento do estoque de investimentos diretos no país na forma de participação no capital. Esses fatores podem manter alguma pressão sobre o déficit da conta de transações correntes do balanço de pagamentos, mesmo quando fatores conjunturais estiverem atuando na direção oposta.

Projeções para a evolução das contas externas em 2026

A projeção de déficit em transações correntes para 2026 foi reduzida em relação ao Relatório anterior, passando para US\$58 bilhões (2,2% do Produto Interno Bruto – PIB), em função da melhora na projeção do saldo comercial. A projeção do fluxo líquido de entrada de investimento direto no país (IDP) foi mantida em US\$70 bilhões (2,7% do PIB).

O déficit em transações correntes de 2025 foi de US\$69 bilhões, abaixo do esperado no último Relatório (US\$76 bilhões). A principal surpresa se concentrou nas exportações, que registraram resultado acima do esperado no último mês do ano, de forma disseminada. Para 2026, projeta-se déficit em transações correntes de US\$58 bilhões (2,2% do PIB), ligeiramente menor do que no Relatório anterior, e fluxo líquido de entrada de IDP de US\$70 bilhões (2,7% do PIB), mesma projeção do Relatório de Política Monetária (RPM) de dezembro. A redução esperada do déficit em transações correntes decorre da expectativa de aumento do saldo comercial, apoiado em crescimento das exportações superior ao das importações. Os riscos e a incerteza ao redor da projeção estão mais elevados do que o usual devido ao conflito no Oriente Médio, que reduziu o fluxo comercial no Estreito de Ormuz, com possíveis repercussões no comércio internacional, nas cadeias de produção e nas condições financeiras globais.

Tabela 1 – Projeções das contas externas

Discriminação	US\$ bilhões			
	2025	2026	Projeção 2026	
	Ano	Jan	Anterior	Atual
Transações correntes	-69	-8	-60	-58
Balança comercial	60	4	64	73
Exportações	351	25	355	374
Importações	291	22	291	301
Serviços	-53	-4	-51	-54
dos quais: viagens	-14	-1	-13	-14
dos quais: transportes	-14	0	-13	-14
Renda primária	-81	-8	-78	-82
dos quais: juros	-28	-4	-30	-30
dos quais: lucros e dividendos	-54	-5	-48	-52
Investimentos – passivos				
IDP	78	8	70	70
Inv. Carteira	15	9	5	5
Outros inv. Passivos ¹	37	0	0	0

1/ Inclui empréstimos, créditos comerciais, depósitos e outros investimentos.

A elevação do valor projetado para as exportações em 2026 decorre da combinação de ligeiro aumento do volume esperado e principalmente da perspectiva de preços mais altos, em linha com sua evolução recente. A principal mudança em relação ao Relatório de dezembro advém da alta dos preços de combustíveis como resultado do conflito no Oriente Médio, com impacto na projeção de exportação de petróleo. Também contribuiu para a revisão o maior crescimento do *quantum* exportado de semimanufaturados, em linha com o bom desempenho no início do ano e com a redução da tarifa norte-americana sobre produtos brasileiros. O

valor importado também foi revisto para cima, refletindo majoritariamente preços mais altos, com destaque para combustíveis.

A projeção para o déficit na conta de serviços em 2026 foi majorada em relação ao Relatório anterior e situa-se em patamar praticamente igual ao registrado em 2025. A revisão reflete, em parte, a elevação dos fretes, em razão do aumento de custos e prazos logísticos decorrente da redução do tráfego no Estreito de Ormuz. Os gastos com viagens também sofreram ligeiro aumento, em linha com a valorização do real e com o mercado de trabalho ainda aquecido. Na conta de renda primária, o aumento do déficit esperado reflete a elevação da projeção de despesas líquidas com lucros e dividendos, também influenciadas pelos maiores preços de *commodities*. Todavia, esses gastos ainda devem ser menores do que em 2025, em linha com o arrefecimento da atividade econômica doméstica.

Na conta financeira, esperam-se entradas líquidas positivas no investimento direto e no investimento em carteira, em linha com os resultados do início do ano. Projeta-se IDP de US\$70 bilhões para 2026, mesma projeção do RPM anterior e pouco abaixo do observado em 2025, ano que teve surpresas positivas nos últimos meses. Em proporção do PIB, espera-se que o IDP passe de 3,4% em 2025 para 2,7% em 2026. Nos investimentos em carteira, tipicamente mais voláteis, a entrada líquida deve ser mais uma vez positiva e concentrada em títulos, favorecida pelo diferencial de juros. A projeção de US\$5 bilhões, do RPM anterior, foi mantida, mas a incerteza ao redor dessa projeção aumentou devido às possíveis repercussões econômicas e financeiras do conflito no Oriente Médio.

Gráfico 1 – Transações correntes

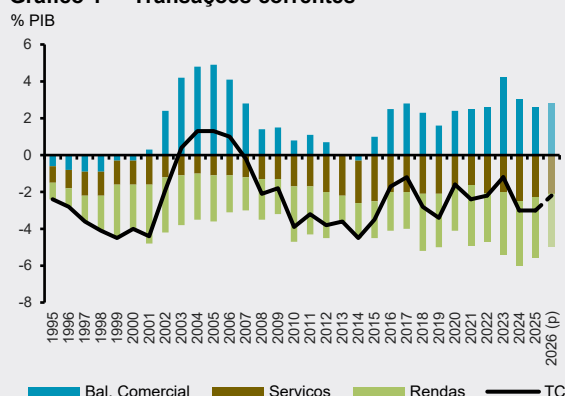
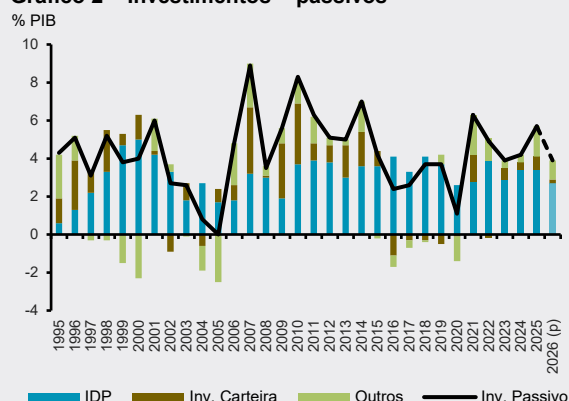


Gráfico 2 – Investimentos – passivos



Repassé cambial: estimativas por projeções locais

Usando modelos de projeções locais, este boxe estima o repasse da variação cambial para a inflação medida pelo índice geral do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), bem como para diversas de suas aberturas. As estimativas centrais apontam para repasses cambiais relevantes, mas heterogêneos entre os componentes do IPCA. Entre os preços livres, por exemplo, valores maiores são observados em alimentação no domicílio e bens industriais, enquanto o repasse para serviços é próximo de zero. Entretanto, dada a incerteza associada às estimativas, os resultados devem ser vistos com cautela.

Introdução

Os movimentos expressivos observados na taxa de câmbio ao longo dos últimos dois anos — com a desvalorização do real ao longo de 2024, seguida de apreciação durante 2025 — reacenderam a atenção sobre os potenciais efeitos dessas variações sobre a inflação. Em episódios dessa natureza, torna-se fundamental considerar tanto a magnitude quanto a velocidade com que mudanças na taxa de câmbio são transmitidas aos preços domésticos.

Este boxe estima o repasse cambial para a inflação usando modelos de projeções locais (*local projections*), metodologia que permite mensurar de forma direta a resposta da inflação a choques na taxa de câmbio ao longo de diferentes horizontes. A análise é realizada para o IPCA cheio e para diferentes séries analíticas derivadas desse índice — como as de preços administrados, serviços, alimentação no domicílio, bens industriais e núcleos de inflação.

As estimativas centrais apontam para repasses cambiais relevantes, porém heterogêneos entre os diferentes componentes do IPCA. Contudo, dado o elevado grau de incerteza associado a tais estimativas, os resultados devem ser interpretados com a devida cautela.

Metodologia

Os coeficientes de repasse cambial são estimados por meio de modelos de projeções locais, utilizando observações mensais entre jul/06 e dez/25. A especificação para o horizonte h é dada por:

$$p_{t+h} - p_{t-1} = \phi^h \Delta e_t + \gamma_0^h + \gamma_1^h \Delta e_{t-1} + \gamma_2^h \Delta ICB r_t + \gamma_3^h \Delta ICB r_{t-1} + \gamma_4^h \omega_t + \gamma_5^h IPPCV_t + \gamma_6^h IPPCV_{t-1} + \gamma_7^h \Delta p_{t-1} + \varepsilon_t$$

em que p_t denota o nível de preços, no mês t , da medida de inflação analisada, com ajuste sazonal; e_t representa a média mensal da taxa de câmbio USD/BRL em t ; e $ICBr_t$ corresponde ao nível de preços do Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br)¹ em t . As três variáveis — p_t , e_t e $ICBr_t$ — estão em logaritmo natural, de modo que sua variação mensal absoluta, indicada pelo operador em diferenças Δ , equivale aproximadamente à variação percentual da variável.

1/ Dada a correlação negativa frequentemente observada entre os preços de *commodities* e a taxa de câmbio R\$/US\$, os coeficientes estimados de repasse cambial tenderiam a ser enviesados para baixo caso não fosse incluído um índice de *commodities* como variável de controle. Intuitivamente, na ausência desse controle, o coeficiente associado ao câmbio passa a capturar não apenas o repasse cambial em si, mas também o impacto das *commodities* sobre a inflação, que tende a compensar parte do efeito do câmbio. Para uma discussão mais detalhada, ver o boxe [Influência dos Preços de Commodities sobre o Repasse Cambial](#), do Relatório de Inflação (RI) de março de 2015.

Além dessas variáveis, a estimação inclui IPPCV_t, que representa o índice de pressão nas cadeias de suprimentos brasileiras em t ², e ω_t , uma proxy mensal de ociosidade na economia.³ Finalmente, ε_t representa o termo de erro não observado.

Os parâmetros ϕ^h e γ_i^h , para $i = 1, 2, \dots, 7$, são estimados por mínimos quadrados ordinários (MQO), para cada horizonte h entre 0 e 24 meses, utilizando erros-padrão robustos à heterocedasticidade. O parâmetro de interesse é ϕ^h , que mede o repasse cambial acumulado ao longo do horizonte h . Mais precisamente, ϕ^h quantifica o aumento esperado, em pontos percentuais, da inflação acumulada entre t e $t+h$ após uma desvalorização de 1% do câmbio em t . Por exemplo, se $\phi^h = 0,1$, uma desvalorização de 10% implicaria um aumento de 1 ponto percentual (p.p.) na inflação acumulada.

Resultados

Os Gráficos 1 a 6 apresentam os coeficientes de repasse cambial para o IPCA cheio, preços administrados, preços livres e os três segmentos de preços livres (serviços, alimentação no domicílio e bens industriais). Cada gráfico mostra tanto as estimativas pontuais quanto os intervalos de confiança (IC) de 90%.

Inicialmente, percebe-se que, em todos os casos, os intervalos de confiança são bastante amplos, evidenciando elevada incerteza em torno das estimativas. Assim, os resultados centrais devem ser interpretados com a devida cautela.

Gráfico 1 – IPCA

Repasso cambial acumulado, por horizonte

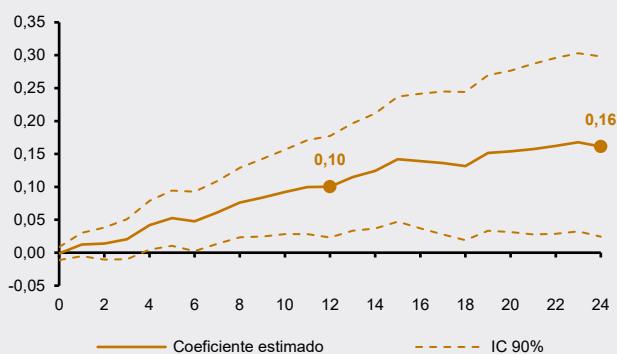


Gráfico 2 – Preços administrados

Repasso cambial acumulado, por horizonte

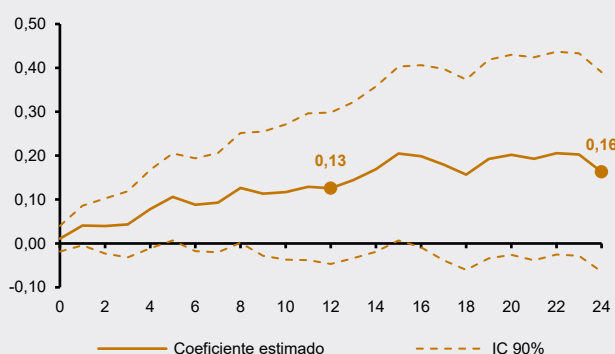


Gráfico 3 – Preços livres

Repasso cambial acumulado, por horizonte

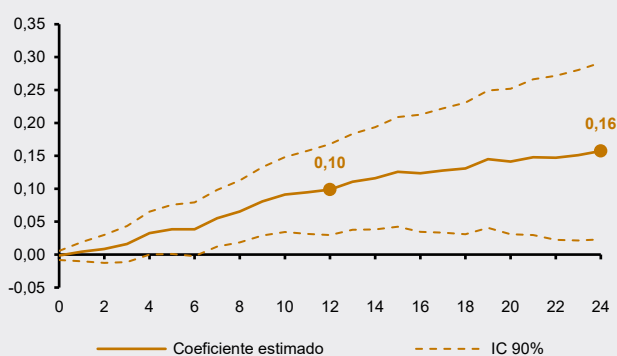
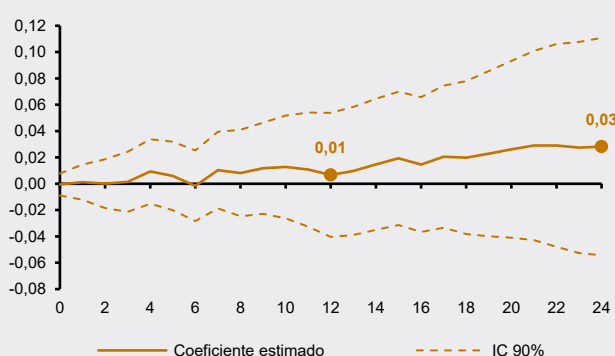


Gráfico 4 – Serviços

Repasso cambial acumulado, por horizonte



2/ Esse índice de pressão foi apresentado no box Índice de pressão nas cadeias de suprimentos brasileiras, do RI de setembro de 2022. Sua inclusão nas regressões tem como objetivo controlar os efeitos associados a distúrbios nas cadeias produtivas globais, que se tornaram particularmente relevantes durante a pandemia.

3/ As estimativas de hiato do produto acompanhadas pelo Banco Central do Brasil (BC), e recorrentemente atualizadas em boxes do Relatório de Política Monetária (RPM), são calculadas em frequência trimestral. Para obter uma medida de ociosidade em frequência mensal, optou-se por utilizar o hiato do desemprego estimado com base na metodologia de Santos e Sabbadini (2025), que se baseia em dados de inflação de serviços e do mercado de trabalho. Como ressaltado no Capítulo 2 deste Relatório, há elevada incerteza em torno de qualquer medida de ociosidade, razão pela qual o Copom avalia suas projeções com diferentes estimativas e cenários para essa variável.

Gráfico 5 – Alimentação no domicílio
Repasso cambial acumulado, por horizonte

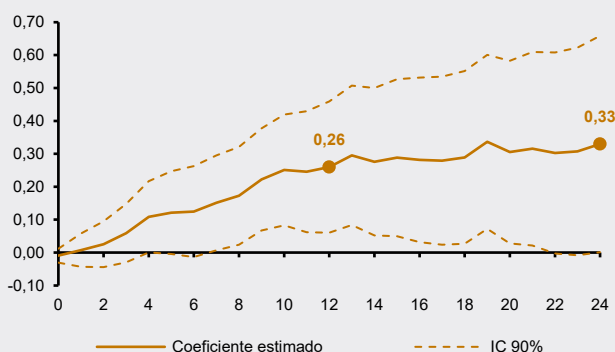
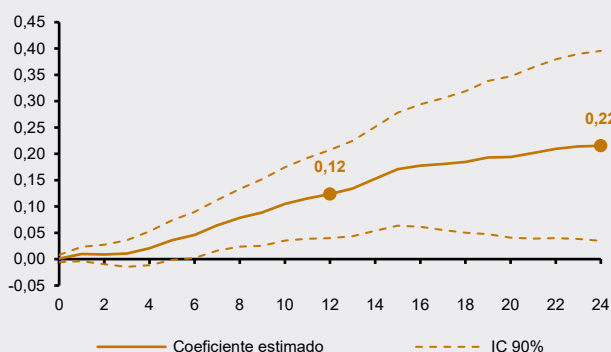


Gráfico 6 – Bens industriais
Repasso cambial acumulado, por horizonte



No que se refere às estimativas pontuais, obtêm-se coeficientes de 0,10 e 0,16 para o índice geral, nos horizontes de 12 e 24 meses, respectivamente. Dessa forma, uma desvalorização de 10% do real implicaria aumentos de 1 p.p. na inflação acumulada nos 12 meses subsequentes e de 1,6 p.p. no acumulado de 24 meses. As estimativas centrais para preços administrados e livres são bastante próximas às do IPCA cheio. Contudo, no caso de administrados, dada a maior incerteza, as estimativas não são estatisticamente significativas na maior parte dos horizontes. Os modelos semiestruturais de pequeno porte do BC, tanto na versão agregada quanto na desagregada, sugerem coeficiente de repasse cambial de 0,10 para o IPCA cheio no horizonte de quatro trimestres, valor igual ao da estimativa reportada no Gráfico 1, mas com coeficiente mais elevado para preços administrados (0,18) e mais baixo para preços livres (0,07), respectivamente.⁴

Os coeficientes de repasse nos segmentos de preços livres são heterogêneos. Por um lado, o repasse cambial estimado para serviços é muito próximo de zero, não sendo possível descartar que seja, na prática, nulo. Por outro, estimam-se repasses substanciais para bens industriais e, sobretudo, para alimentação no domicílio. No caso de alimentação, o repasse é não apenas intenso, como também bastante rápido: no horizonte de 12 meses, o coeficiente é de 0,26, o que representa quase 80% do repasse acumulado em 24 meses (0,33). Ainda assim, dada a incerteza particularmente elevada nesse segmento, recomenda-se cautela adicional na interpretação desses resultados. Essas estimativas para os segmentos de preços livres são qualitativamente semelhantes às obtidas a partir da versão desagregada do modelo semiestrutural de pequeno porte do BC, que também sugere baixo repasse para serviços e coeficientes elevados para bens industriais e, principalmente, para alimentação no domicílio.⁵

O repasse cambial também foi estimado para a média dos núcleos.⁶ Os coeficientes estimados, apresentados no Gráfico 7, mostram repasses significativos, reforçando a interpretação de que a taxa de câmbio tem impacto relevante sobre o processo inflacionário. Todavia, os coeficientes obtidos para a média dos núcleos são menores do que os estimados para o índice geral do IPCA. Esse resultado pode derivar da menor sensibilidade dos núcleos aos componentes voláteis do IPCA, possivelmente mais influenciados por variações da taxa de câmbio. Em particular, os núcleos EX0 e EX3 excluem componentes da alimentação no domicílio, segmento para o qual o repasse cambial estimado é alto (Gráfico 5).

É interessante notar que coeficientes de repasse mais baixos aparecem não apenas na média dos núcleos, mas também em cada um dos cinco núcleos que a compõem. Esse resultado pode ser observado no Gráfico

4/ Ver o boxe [Atualização do modelo para projeção de médio prazo dos preços administrados](#), do RPM de junho de 2025, que apresenta coeficientes de repasse cambial tanto para preços livres quanto administrados. Cabe notar que o modelo de preços administrados discutido nesse boxe não se baseia, em geral, em equações estimadas, mas em calibrações ancoradas no arcabouço institucional vigente. Assim, enquanto essas calibrações buscam refletir o comportamento dos preços sob o regime atual, os exercícios empíricos aqui apresentados capturam um efeito médio ao longo da amostra, que pode abranger diferentes regimes institucionais.

5/ Ver o boxe [Atualização dos modelos semiestruturais de pequeno porte](#), do RI de junho de 2024.

6/ A média dos núcleos é calculada como média simples das variações mensais de cinco núcleos do IPCA: EX0, EX3, núcleo por médias aparadas com suavização (MS), núcleo de dupla ponderação (DP) e percentil 55 (P55). Para mais detalhes, ver boxe [Atualização do conjunto de núcleos de inflação comumente considerados pelo BCB para análise de conjuntura econômica](#), do RI de junho de 2020.

8, que apresenta os coeficientes desses núcleos no horizonte de 12 meses. Os coeficientes são inferiores aos do IPCA cheio e de magnitudes semelhantes entre si — resultado não trivial, considerando que esses núcleos seguem metodologias de cálculo bastante distintas.⁷

Gráfico 7 – Média dos núcleos

Repasso cambial acumulado, por horizonte

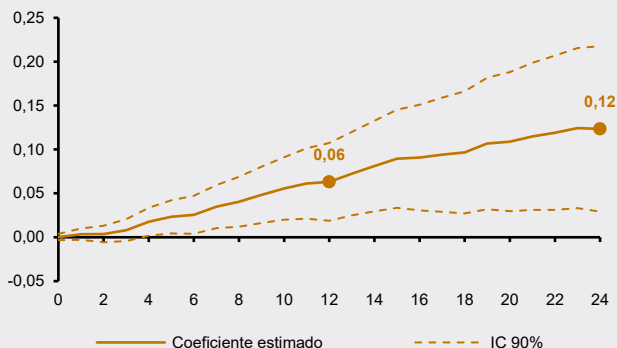


Gráfico 8 – Núcleos de inflação

Repasso cambial acumulado em 12 meses



Resultados análogos podem ser observados nos Gráficos 9 e 10, que investigam em maior detalhe os dois segmentos com maiores repasses estimados — bens industriais e alimentação no domicílio — apresentando os coeficientes para alguns de seus subcomponentes no horizonte de 12 meses. Em ambos os casos, o repasse estimado para a medida de núcleo⁸ de cada segmento é menor do que o estimado para o seu agregado, em linha com o padrão observado para o IPCA cheio.

Gráfico 9 – Bens industriais e componentes

Repasso cambial acumulado em 12 meses

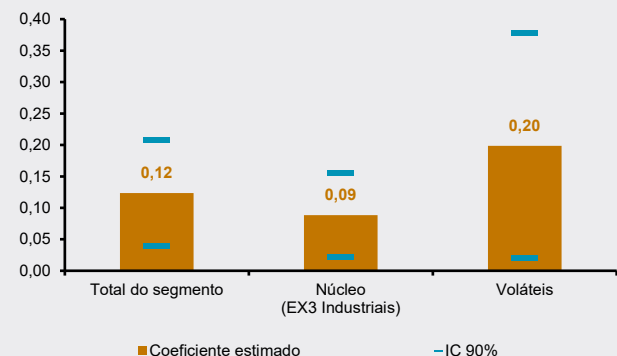
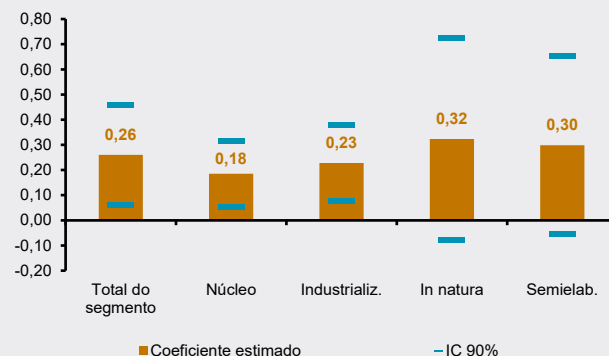


Gráfico 10 – Alimentação e componentes

Repasso cambial acumulado em 12 meses



No caso de bens industriais, em contraste com o menor repasse obtido para o núcleo (EX3 Industriais), estima-se um coeficiente mais elevado para os bens com preços voláteis. No caso de alimentação no domicílio, são também estimados os coeficientes para a desagregação do segmento em alimentos industrializados, *in natura* e semielaborados. Em todos os casos, os coeficientes são elevados. Os resultados centrais são particularmente altos para *in natura* e semielaborados, embora não sejam estatisticamente significativos.

As análises apresentadas até aqui consideraram a decomposição dos produtos com preços livres em serviços, alimentação no domicílio e bens industriais. Embora essa segmentação seja a mais comumente adotada em análises de conjuntura, como neste RPM, ela não é a única desagregação possível. Alternativamente, o segmento de preços livres pode ser decomposto em serviços, bens duráveis, bens semiduráveis e bens não duráveis; ou, ainda, em produtos comercializáveis e não comercializáveis. Os coeficientes de repasse estimados para essas segmentações alternativas, no horizonte de 12 meses, são apresentados nos Gráficos 11 e 12.

7/ Para maiores detalhes sobre tais metodologias, ver a Nota Técnica [Núcleos de inflação e outras séries analíticas derivadas do IPCA: metodologia consolidada](#), de dezembro de 2025.

8/ O núcleo de alimentação no domicílio utilizado é composto pelos seis itens do grupo que integram o núcleo EX1: (i) farinhas, féculas e massas; (ii) carnes e peixes industrializados; (iii) panificados; (iv) bebidas e infusões; (v) enlatados e conservas; e (vi) sal e condimentos.

Gráfico 11 – Duráveis, semiduráveis e não duráveis
Repasse cambial acumulado em 12 meses

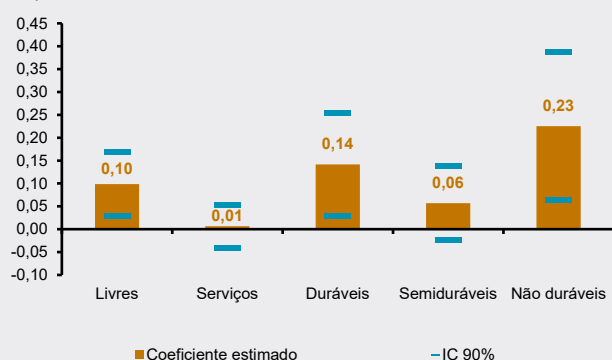
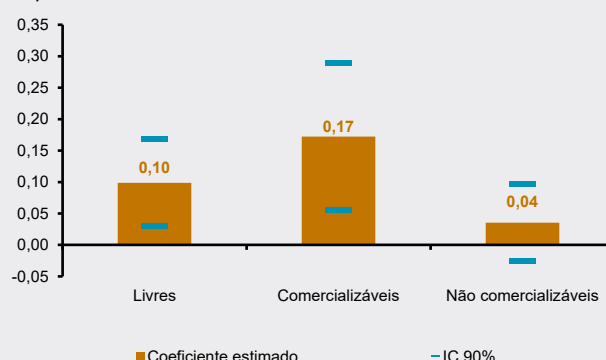


Gráfico 12 – Comercializáveis e não comercializáveis
Repasse cambial acumulado em 12 meses



Na comparação com o agregado de preços livres, o repasse estimado para bens duráveis é um pouco maior, enquanto para semiduráveis é um pouco menor. A estimativa pontual é substancialmente mais elevada para bens não duráveis, o que provavelmente reflete o repasse mais elevado na alimentação no domicílio (Gráficos 5 e 10), cujos componentes se enquadram naquela categoria. Contudo, assim como no caso de alimentação, a incerteza associada a essas estimativas de repasse cambial é particularmente elevada, o que dificulta conclusões definitivas.

Por fim, na segmentação entre comercializáveis e não comercializáveis, observa-se que o repasse cambial estimado é mais alto para o primeiro grupo do que para o segundo. Esse resultado é o esperado, dado que o grupo de não comercializáveis reúne produtos com baixo potencial de exportação ou importação (serviços, por exemplo), enquanto o grupo de comercializáveis abrange os componentes com preços livres mais sujeitos às condições externas.

Conclusão

As estimativas centrais indicam repasses cambiais relevantes, mas heterogêneos entre os diferentes componentes do IPCA. Para o índice geral, os coeficientes estimados situam-se em 0,10 e 0,16 nos horizontes de 12 e 24 meses, respectivamente, enquanto a média dos núcleos apresenta repasses mais moderados, ainda que relevantes. Valores maiores são observados para bens industriais e, sobretudo, para alimentação no domicílio, segmento no qual o repasse estimado é intenso e relativamente rápido. Em contraste, o repasse para serviços é muito próximo de zero, em linha com a natureza menos sensível desse segmento ao câmbio.

Apesar desses padrões, a análise revela intervalos de confiança amplos em todos os casos, indicando elevado grau de incerteza em torno das estimativas. Além disso, diferentes abordagens — como modelos estruturais, modelos semiestruturais, vetores autorregressivos (VARs) ou especificações alternativas de projeções locais — podem produzir resultados distintos. Portanto, embora os coeficientes aqui apresentados forneçam referências úteis acerca da possível ordem de magnitude dos repasses cambiais, sua interpretação deve ser realizada com cautela.

Referência

SANTOS, T. T. O.; e SABBADINI, R. (2025). O nível recente da inflação de serviços deveria causar surpresa? BC Blog, Banco Central do Brasil.

Metodologia consolidada das séries analíticas derivadas do IPCA

Nota técnica publicada em dezembro de 2025 consolida a metodologia de séries analíticas derivadas do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Além de documentar e atualizar os critérios de cálculo, a publicação possibilitou a disponibilização de séries históricas mais longas.

Em dezembro de 2025, foi publicada a nota técnica [Núcleos de inflação e outras séries analíticas derivadas do IPCA: metodologia consolidada](#). A nota promove maior transparência ao consolidar, em um único documento e de maneira detalhada, a metodologia de cálculo de 22 séries analíticas derivadas do IPCA.¹ Elaboradas pelo Departamento Econômico (Depec), essas séries têm finalidade estritamente analítica, visando facilitar a avaliação do processo inflacionário no Brasil.

Das 22 séries abordadas, 20 já eram divulgadas por meio do Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS).² As séries serviços subjacente e industriais núcleo, frequentemente analisadas no Relatório de Política Monetária (RPM), passaram a integrar o SGS apenas após a publicação da nota técnica, sob as denominações EX3 Serviços e EX3 Industriais. Essas novas nomenclaturas refletem a correspondência direta dessas séries com os componentes de serviços e de bens industriais do núcleo EX3 do IPCA.

Além da consolidação, a nota incorporou ajustes pontuais de metodologia, com resultados praticamente inalterados no período pós-2012.³ Os ajustes, detalhados na Seção 3 da nota técnica, tiveram o objetivo de corrigir eventuais inconsistências e promover maior uniformidade metodológica. A alteração mais relevante refere-se ao subgrupo '12. Alimentação fora do domicílio' do IPCA, reclassificado do segmento de bens industriais para o segmento de serviços no período anterior a 2012, seguindo a classificação já adotada no período seguinte. Mesmo nos casos de mudanças mais significativas, as principais mensagens econômicas subjacentes a cada série analítica são preservadas. Tal fato pode ser verificado nos Gráficos 1 a 5, que comparam as variações acumuladas em doze meses entre as séries novas e as anteriores para as cinco séries com maior modificação (serviços, bens industriais, bens não duráveis, bens semiduráveis e bens duráveis).

Por fim, além de consolidar e atualizar a metodologia, a nota possibilitou a disponibilização de séries históricas mais longas, com início em janeiro de 1991. As únicas exceções são o núcleo de médias aparadas com suavização (MS) e o núcleo de dupla ponderação (DP) — que começam em dezembro de 1991 e janeiro de 1995, respectivamente, devido à necessidade de um histórico mínimo de observações de inflação para seu cálculo.

-
- 1/ Anteriormente, essas metodologias estavam dispersas em diversos boxes do Relatório de Inflação (RI) — atualmente denominado RPM — publicado desde junho de 1999. Ver Anexo I da nota técnica para uma lista desses boxes.
 - 2/ As 20 séries que já estavam disponíveis no SGS são: administrados; livres; alimentação no domicílio; serviços; bens industriais; comercializáveis; não comercializáveis; bens não duráveis; bens semiduráveis; bens duráveis; núcleo *EX-Food and Energy* (EX-FE); núcleo por exclusão EX0; núcleo por exclusão EX1; núcleo por exclusão EX2; núcleo por exclusão EX3; núcleo de médias aparadas sem suavização (MA); núcleo de médias aparadas com suavização (MS); núcleo de dupla ponderação (DP); núcleo percentil 55 (P55); e difusão.
 - 3/ As séries novas podem ser acessadas no SGS utilizando os códigos que já estavam em vigor. As séries anteriores permanecem disponíveis no SGS, sob outros códigos, mas não serão mais atualizadas. Os códigos das séries novas e das anteriores no SGS encontram-se listados no Anexo II da nota técnica.

Gráfico 1a – Inflação de serviços

Série nova vs. anterior

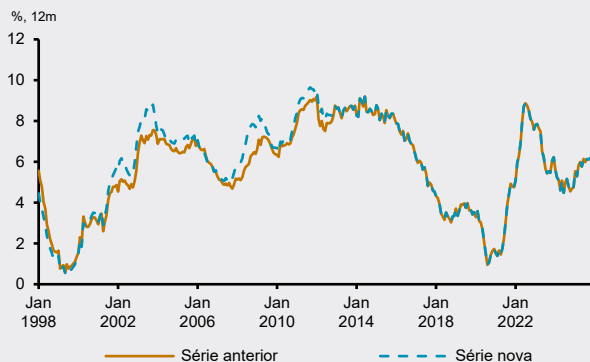


Gráfico 1b – Inflação de serviços

Diferença entre a série nova e a anterior

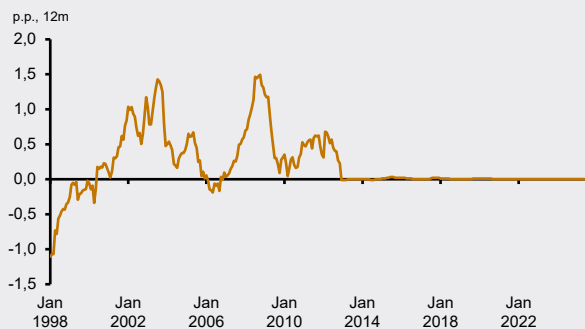


Gráfico 2a – Inflação de bens industriais

Série nova vs. anterior

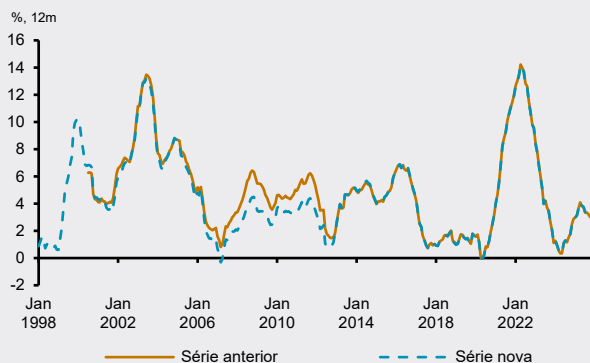


Gráfico 2b – Inflação de bens industriais

Diferença entre a série nova e a anterior

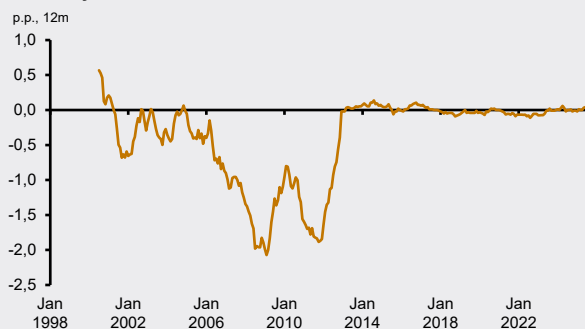


Gráfico 3a – Inflação de bens não duráveis

Série nova vs. anterior

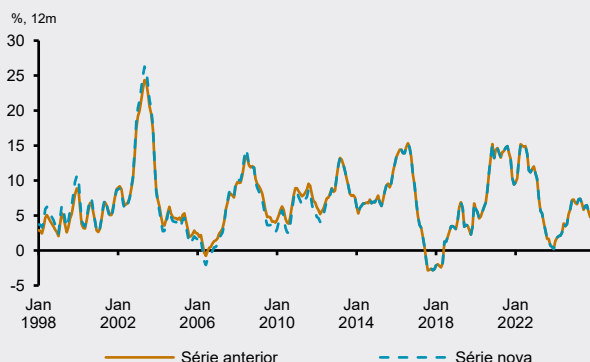


Gráfico 3b – Inflação de bens não duráveis

Diferença entre a série nova e a anterior

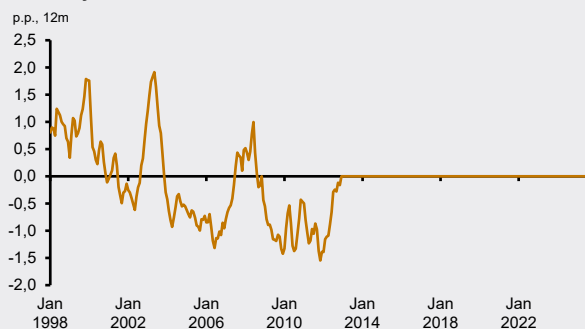


Gráfico 4a – Inflação de bens semiduráveis

Série nova vs. anterior

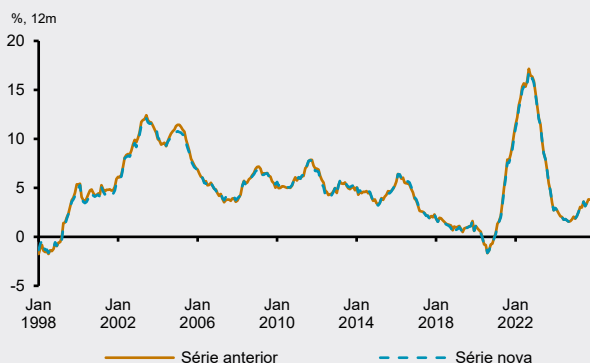


Gráfico 4b – Inflação de bens semiduráveis

Diferença entre a série nova e a anterior

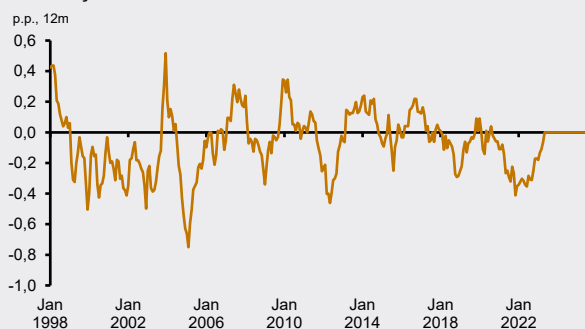


Gráfico 5a – Inflação de bens duráveis
Série nova vs. anterior

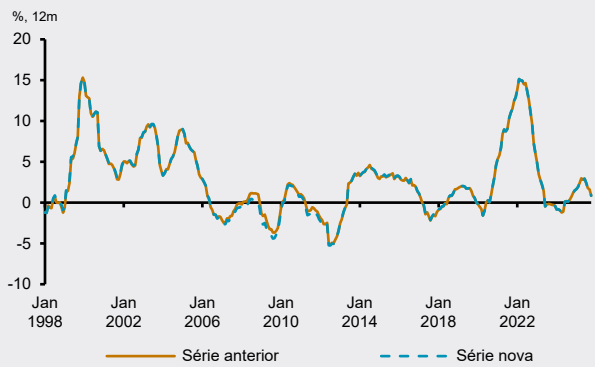
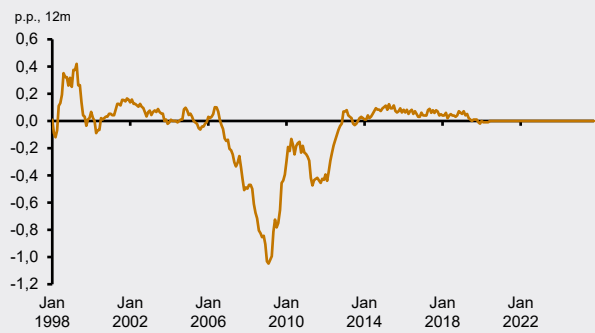


Gráfico 5b – Inflação de bens duráveis
Diferença entre a série nova e a anterior



2

Perspectivas para a inflação

Este capítulo analisa as perspectivas para a inflação. As projeções de inflação apresentadas se estendem até o terceiro trimestre de 2028, compreendendo assim dez trimestres à frente.⁴⁰ As projeções utilizam o conjunto de informações disponíveis até a 277ª reunião do Copom, realizada em 17 e 18.3.2026. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 13.3.2026, a menos de indicação contrária.

As projeções de inflação apresentadas representam a visão do Copom e são condicionais em um conjunto de variáveis. As projeções são geradas utilizando-se um conjunto de modelos e de informações disponíveis, combinados com exercício de julgamento.⁴¹ Os cenários apresentados neste capítulo utilizam como condicionantes as trajetórias da taxa Selic oriunda da pesquisa Focus, conduzida pelo BC, e da taxa de câmbio baseada na teoria da PPC.⁴² As projeções dependem não apenas das hipóteses sobre as taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de outras variáveis exógenas. As projeções são apresentadas conjuntamente com intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza envolvido.

A análise prospectiva é fundamental na tomada de decisão de política monetária. A política monetária tem impacto sobre a economia com defasagens longas, variáveis e incertas. Assim, a análise prospectiva é fundamental nas decisões do Copom, envolvendo a elaboração de cenários e projeções e análise dos riscos envolvidos. As projeções apresentadas no RPM são alguns dos instrumentos quantitativos que servem para orientar as decisões do Copom. O Comitê utiliza um amplo conjunto de informações para embasar suas decisões. Na condução da política monetária, o horizonte que o BC vê como apropriado para o retorno da inflação à meta depende da natureza e persistência dos choques e dos mecanismos de transmissão em curso na economia.

2.1 Revisões e projeções de curto prazo

A inflação ao consumidor no trimestre encerrado em fevereiro foi um pouco menor do que a esperada, com surpresa de baixa novamente concentrada em alimentação no domicílio. A inflação observada ficou 0,07 p.p. abaixo do Cenário do Copom (Tabela 2.1.1). A alimentação no domicílio voltou a apresentar variação menor do que a projetada, com surpresa de baixa disseminada entre alimentos *in natura*, semielaborados e industrializados. O resultado mais favorável em alimentação foi parcialmente compensado por variações mais elevadas em bens industriais, serviços e preços administrados. Em bens industriais, as surpresas foram relativamente disseminadas, com contribuição relevante de higiene pessoal. Em serviços, a surpresa de alta é explicada, principalmente, por variação maior que a antecipada em passagem aérea – serviços menos voláteis tiveram evolução mais alinhada às projeções. Entre os administrados, houve surpresas de menor magnitude em itens como produtos farmacêuticos, taxa de água e esgoto, ônibus urbano e energia elétrica. A projeção de inflação para março foi revista de 0,29% no Relatório anterior para 0,33% no atual, com projeções maiores para alimentos e preços administrados.

40/ Ver o boxe [Governança para comunicação do horizonte de projeções de inflação](#), do RI de setembro de 2024.

41/ Ver o boxe [Sistema de análise e projeções do BC](#), do RI de março de 2023.

42/ Ver o boxe [Condicionantes de câmbio nas projeções do Banco Central do Brasil e a paridade do poder de compra](#), do RI de setembro de 2020.

Tabela 2.1.1 – IPCA – Surpresa inflacionária

	Variação %				
	2025		2026		
	Dez	Jan	Fev	No trim. até fev.	12 meses até fev.
Cenário do Copom ^{1/}	0,41	0,42	0,60	1,44	3,89
IPCA observado	0,33	0,33	0,70	1,37	3,81
Surpresa (p.p.)	-0,08	-0,09	0,10	-0,07	-0,07

Fontes: IBGE e BC

1/ Cenário na data de corte do Relatório de Política Monetária de dezembro de 2025

As projeções mensais de curto prazo indicam que a inflação acumulada em doze meses deve atingir o menor valor dos últimos dois anos, mas ainda se situar acima da meta de inflação (Tabela 2.1.2).

Após período com resultados mais baixos, os preços da alimentação no domicílio devem apresentar evolução mais próxima da sazonalidade. Apesar da aceleração, a variação acumulada em doze meses do segmento ainda deve seguir em patamar baixo. Os preços de bens industriais devem desacelerar em relação ao trimestre encerrado em fevereiro – período em que a reversão de descontos associados à *Black Friday* pressionou as variações do segmento. Na série livre de efeitos sazonais, os preços de bens industriais devem manter variações moderadas, refletindo a apreciação do real e a evolução ainda contida nos preços ao produtor industrial. No segmento de serviços, os preços devem apresentar variações mais reduzidas até junho, após período com sazonalidade mais acentuada. Em termos dessazonalizados, as medidas de inflação subjacente de serviços devem continuar pressionadas, em linha com o alto grau de inércia dos preços do segmento e com o mercado de trabalho ainda aquecido. Entre os preços administrados, a projeção incorpora tarifas de energia elétrica mais elevadas, com transição para bandeiras tarifárias mais restritivas em maio (amarela) e junho (vermelha 1). A projeção também incorpora a elevação recente dos preços do petróleo e seus efeitos sobre os preços domésticos de combustíveis. Nesse contexto, a média dos núcleos de inflação deve se manter acima da meta de inflação na série dessazonalizada e anualizada.

Tabela 2.1.2 – IPCA – Projeções de curto prazo^{1/}

	Variação %			
	2026			
	Mar	Abr	Mai	Jun
Variação mensal	0,33	0,42	0,32	0,33
Variação trimestral	1,37	1,46	1,07	1,07
Variação em 12 meses	3,58	3,56	3,63	3,72

Fontes: IBGE e BC

1/ Cenário de referência do Copom na data de corte.

2.2 Projeções condicionais

Determinantes da inflação e condicionamentos⁴³

Na comparação com o RPM anterior, a trajetória considerada para a taxa Selic no cenário de referência é superior em todo o horizonte. No ciclo de aperto monetário entre as reuniões de setembro de 2024 e junho de 2025, a taxa Selic foi elevada de 10,50% para 15,00% a.a., patamar mantido até a reunião de março de 2026. Na trajetória Focus considerada, a taxa Selic retoma trajetória descendente na segunda reunião de 2026, porém com queda esperada um pouco menor, 0,25 p.p. no lugar de 0,50 p.p. Embora a trajetória Focus fique em parte de 2026 um pouco mais alta que no Relatório anterior, a expectativa para o final de

43/ Para mais detalhes sobre os procedimentos utilizados na construção dos condicionamentos da Selic, câmbio e preço do petróleo, ver o Apêndice metodológico deste capítulo.

2026 continua sendo 12,25% em ambos os relatórios. Para 2027, a trajetória Selic fica acima da considerada no Relatório anterior, mas com uma redução extra no último trimestre, de forma que o nível esperado para a Selic no final do ano foi mantido em 10,50%. Para o final de 2028, a taxa considerada foi elevada de 9,50% para 10,00% (Gráfico 2.2.1).

As expectativas de inflação reduziram-se para 2026, mas ainda mantendo distanciamento em relação à meta para a inflação nos anos subsequentes. A mediana das expectativas da pesquisa Focus, quando comparada com a do Relatório anterior, reduziu-se de 4,16% para 4,10% para 2026 e manteve-se em 3,80% para 2027. Nos cenários analisados, além da trajetória das expectativas de inflação advindas da pesquisa Focus, o Copom considera ainda outras fontes, podendo envolver expectativas extraídas de instrumentos financeiros, expectativas geradas endogenamente utilizando os modelos disponíveis ou ainda expectativas de outras sondagens, como a pesquisa Firmus⁴⁴.

A trajetória da taxa Selic real ex-ante ficou um pouco superior à do Relatório anterior em todo o horizonte considerado. A taxa Selic acumulada quatro trimestres à frente, descontada das expectativas de inflação para o mesmo período, ambas extraídas da pesquisa Focus e medidas em termos de médias trimestrais, aumentou em relação à do Relatório anterior (Gráfico 2.2.2). No curto prazo, a elevação da taxa real ocorre em função, principalmente, da redução das expectativas de inflação para 2026. Posteriormente, a elevação se dá pela trajetória um pouco mais elevada da Selic nominal. A Selic real *ex-ante* iniciou trajetória ascendente no segundo trimestre de 2024, alcançando o pico de 9,6% no terceiro trimestre de 2025, e depois entrou em trajetória de queda, alcançando 6,2% no final do horizonte, valor acima do considerado no Relatório anterior.

Gráfico 2.2.1 – Meta da taxa Selic utilizada nas projeções – Expectativas da pesquisa Focus

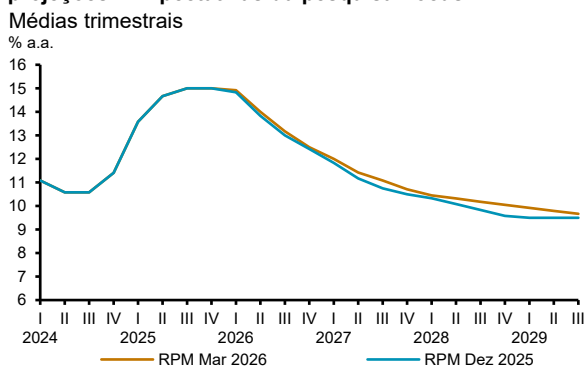
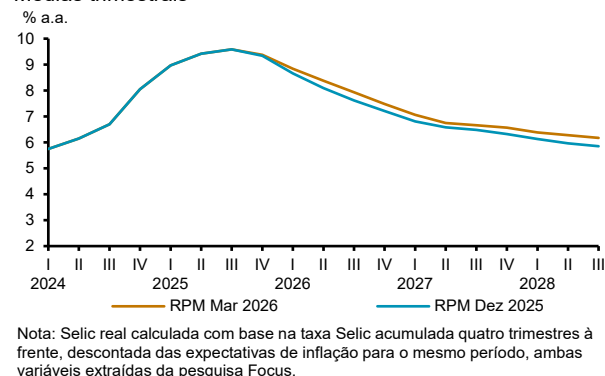


Gráfico 2.2.2 – Selic real acum. quatro trimestres à frente



O real se apreciou no trimestre, mas tem apresentado oscilação no curto prazo em função dos desdobramentos do conflito no Oriente Médio. O índice DXY, que mede a força global do dólar, oscilou ao longo do primeiro trimestre, com tendência de depreciação até o final de fevereiro seguida de recuperação após o início dos conflitos. Internamente, a percepção dos agentes sobre o cenário fiscal segue impactando os preços de ativos domésticos, mas o diferencial de taxa de juros contribui para a apreciação da moeda nacional. Nas projeções de inflação do cenário de referência, a taxa de câmbio parte de R\$5,20/US\$, valor 2,8% menor do que o considerado no Relatório anterior, de R\$5,35/US\$, e segue trajetória de acordo com a PPC (Gráfico 2.2.3). As médias consideradas da taxa de câmbio nos últimos trimestres de 2026 e 2027 são de R\$5,23/US\$ e R\$5,29/US\$, respectivamente.

O preço do petróleo teve elevação significativa em razão do conflito no Oriente Médio. A eclosão do conflito no Oriente Médio no final de fevereiro causou grande elevação dos preços do petróleo em comparação ao Relatório anterior. Como destacado no apêndice metodológico deste capítulo, a governança das projeções do cenário de referência é usar, como ponto de partida do preço do petróleo, o valor em torno da média dos preços vigentes no período de dez dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom. Utilizando esse procedimento, e considerando a média trimestral, o preço do petróleo tipo *Brent*

44/ Para mais detalhes sobre a pesquisa Firmus, ver <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/firmus>. Ver boxe [Pesquisa Firmus – expectativas e percepções das empresas brasileiras](#) no RPM de setembro de 2025.

parte de U\$75 no primeiro trimestre de 2026, sobe para US\$86 no segundo trimestre, cai no terceiro e quarto trimestre, para U\$77, e em seguida passa a crescer 2% a.a. (Gráfico 2.2.4). A trajetória de preços a partir desse trimestre é 24% mais alta do que a considerada no Relatório anterior. Os preços de *commodities*, medidos pelo IC-Br em dólares, subiram desde o último Relatório, com destaque para metálicas e energéticas.

Gráfico 2.2.3 – Taxa de câmbio utilizada nas projeções – Trajetória PPC

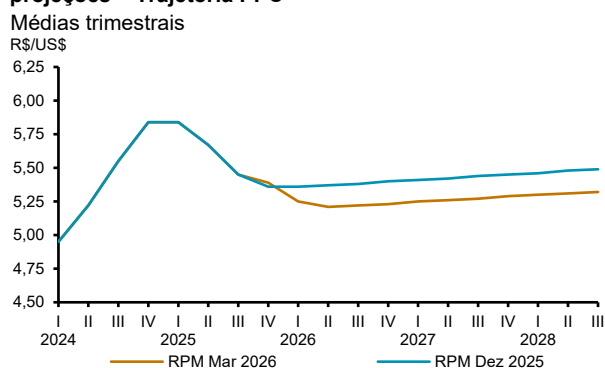
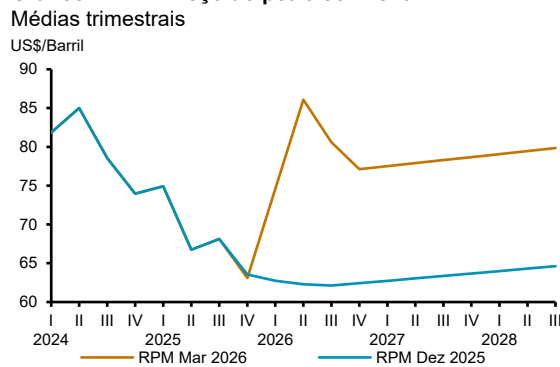


Gráfico 2.2.4 – Preço do petróleo Brent



Fontes: Bloomberg e BC

A taxa de juros real neutra considerada para as projeções do cenário de referência é 5,00%. Por ser uma variável não observável sujeita a elevada incerteza na sua mensuração, o BC utiliza várias metodologias para a estimação da taxa neutra.⁴⁵ No processo de análise e decisão, são também considerados cenários alternativos de inflação com diferentes valores para a taxa neutra.

Do ponto de vista fiscal, supõe-se uma melhora gradual do resultado primário estrutural ao longo do tempo. Para as projeções de fiscal, a variável considerada é o resultado primário do governo central corrigido por *outliers* e ajustado pelo ciclo econômico, no acumulado em doze meses. Ressalta-se que as projeções avaliadas pelo Copom dependem de considerações sobre a evolução das políticas fiscal e parafiscal e de seu arranjo institucional, das reformas e ajustes necessários na economia. Seus efeitos sobre as projeções são capturados por meio dos preços de ativos, das expectativas apuradas pela pesquisa Focus e pelo seu efeito na taxa de juros estrutural da economia. Além desses canais, a política fiscal influencia as projeções condicionais de inflação por meio de impulsos sobre a demanda agregada.

O cenário hídrico manteve-se similar ao do Relatório anterior. O ano de 2025 foi encerrado com bandeira amarela no mês de dezembro. Para 2026 o detalhamento mensal é o seguinte: bandeira verde até abril, amarela em maio, vermelha 1 em junho e julho, vermelha 2 em agosto e setembro, vermelha 1 em outubro e novembro e amarela em dezembro. Considera-se a mesma sequência para os meses finais de trimestre de 2027 em diante: verde em março, vermelha 1 em junho, vermelha 2 em setembro e amarela em dezembro. A hipótese de sequência de bandeiras “neutra” do ponto de vista das projeções interanuais garante que as projeções de médio prazo, especialmente para o horizonte relevante, não sejam afetadas por esse fator incerto e específico.

As condições financeiras ficaram mais restritivas desde o Relatório anterior, refletindo principalmente os grupos petróleo e risco. Como medido pelo Indicador de Condições Financeiras (ICF), calculado pelo BC, as condições financeiras chegaram em meados de março de 2026 em níveis mais restritivos do que os de dezembro de 2025 (Gráficos 2.2.5 e 2.2.6).⁴⁶ A elevação do ICF desde o último Relatório decorreu principalmente do aumento do preço do petróleo e do *Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX)*.⁴⁷

45/ Ver, por exemplo, o boxe [Atualização de medidas de taxa de juros real neutra no Brasil](#), do RI de junho de 2024.

46/ Notar que o Relatório anterior utilizou dados do ICF até 5.12.2025 e o atual até 13.3.2026. Por construção, o ICF é uma medida adimensional, com média zero e variância unitária na amostra considerada desde janeiro de 2006. Para descrição da metodologia empregada no cálculo do ICF, ver boxe [Indicador de Condições Financeiras](#), do RI de março de 2020, e para decomposição em fatores domésticos e externos, ver boxe [Decomposição do Indicador de Condições Financeiras em fatores domésticos e externos](#), do RI de dezembro de 2022.

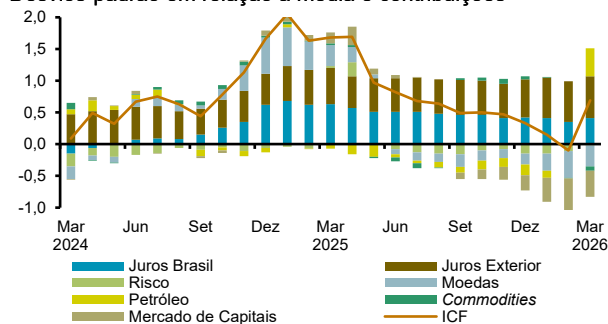
47/ Ressalta-se que o ICF reflete uma série de elementos, não devendo ser interpretado como indicador de estímulo ou aperto monetário. Além disso, a relação do indicador com a inflação é ambígua, pois alguns dos seus componentes têm geralmente relação positiva com inflação e negativa com atividade, como os relacionados a prêmio de risco e taxa de câmbio. Portanto, condições financeiras mais restritivas apontam para menor atividade econômica futura, mas podem implicar tanto maior como menor inflação, dependendo dos fatores que condicionam seu movimento.

Gráfico 2.2.5 – Indicador de Condições Financeiras
Desvios-padrão em relação à média – Série diária



Nota: Quanto maior o valor do indicador, mais restritivas são as condições financeiras. Dados do gráfico: 01.03.2024–13.03.2026.

Gráfico 2.2.6 – Indicador de Condições Financeiras
Desvios-padrão em relação à média e contribuições



Nota: Quanto maior o valor do indicador, mais restritivas são as condições financeiras. Valores referem-se à média mensal. Valor de março/2026 refere-se à média até o dia 13.

O crescimento do PIB ficou relativamente estável no último trimestre de 2025, após arrefecimento ao longo do ano.

O PIB, ajustado sazonalmente, cresceu 0,1% no quarto trimestre de 2025 na comparação com o trimestre anterior, após estabilidade no terceiro trimestre e elevações de 0,3% no segundo trimestre e 1,5% no primeiro. O crescimento do PIB no ano de 2025 foi 2,3%, abaixo do observado entre 2021 e 2024. No último trimestre de 2025, os setores de serviços e agropecuária cresceram 0,8% e 0,5%, respectivamente, enquanto a indústria recuou 0,7%. Na mesma base de comparação, o consumo das famílias permaneceu estável, enquanto a FBCF caiu 3,5%, com influência de efeito base pela importação de uma plataforma de petróleo no trimestre anterior. A projeção de crescimento do PIB para 2026 manteve-se em 1,6%.⁴⁸

Os indicadores de mercado de trabalho e de utilização da capacidade instalada permanecem apresentando sinais mistos.

A taxa de desocupação reduziu-se para novo mínimo histórico, de 5,3% no trimestre encerrado em janeiro (ajustado sazonalmente). Por outro lado, as contratações líquidas medidas pelo Novo Caged caíram para cerca de 63 mil empregos na média mensal entre novembro e janeiro, ante média de 83 mil no trimestre anterior (dados ajustados sazonalmente). Já o nível de utilização da capacidade instalada (Nuci), calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) com ajuste sazonal, subiu, de 79,9% em novembro para 81,6% em fevereiro.

O radar do mercado de trabalho continua mostrando aquecimento.

Essa medida considera informações históricas de uma série de indicadores de mercado de trabalho até janeiro de 2026 (Gráfico 2.2.7). A maioria das variáveis encontra-se nos dois quartis mais elevados, isto é, estão acima da mediana histórica. Na comparação de janeiro de 2026 com outubro de 2025, com exceção da razão entre o salário de admissão e de desligamentos e do emprego da indústria de transformação, todos os demais indicadores no radar apontam aumento de aquecimento do mercado de trabalho. No comparativo com doze meses atrás, seis dos onze indicadores analisados apontam um menor aquecimento do mercado de trabalho em relação a janeiro de 2025.

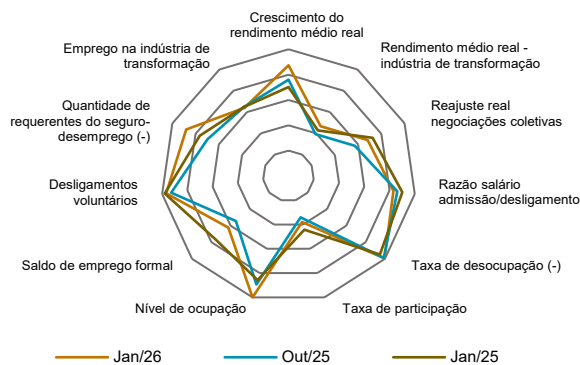
O hiato do produto continua em níveis ligeiramente positivos, com a projeção de queda ao longo dos próximos trimestres.

O hiato do produto estimado para o quarto trimestre de 2025 e primeiro de 2026 é de 0,4% e 0,1%, respectivamente (Gráfico 2.2.8).⁴⁹ A trajetória decrescente do hiato é consistente com a desaceleração inflacionária observada recentemente. Antecipa-se uma redução do hiato para valores negativos ao longo dos próximos trimestres, atingindo -0,4% no terceiro trimestre de 2027, valor similar à projeção de -0,4% para o segundo trimestre de 2027 reportada no Relatório de dezembro. As condições monetárias restritivas desempenham papel fundamental nesse movimento. Como tem sido ressaltado nas edições deste Relatório trimestral, o hiato apresentado neste capítulo incorpora informações de diferentes metodologias e julgamento do Copom. Ressalta-se ainda que, em virtude da elevada incerteza existente nas estimativas do hiato do produto, o Copom avalia projeções com diferentes estimativas e cenários para essa variável.

48/ Ver o boxe [Projeções para a evolução do PIB em 2026](#), deste Relatório.

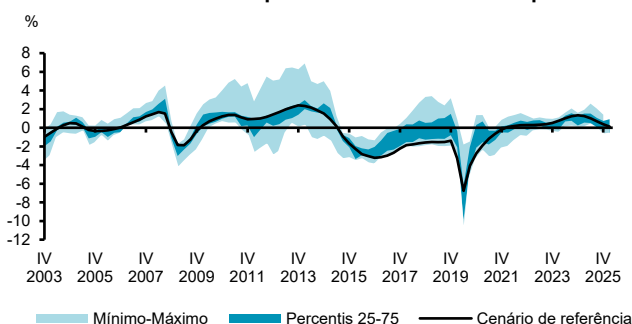
49/ Para o quarto trimestre de 2025, utilizaram-se projeções das variáveis de atividade quando os dados não estavam disponíveis.

Gráfico 2.2.7 – Radar do mercado de trabalho



Nota: O anel central representa o valor mínimo, os anéis interiores representam os percentis 25, 50 e 75 da distribuição e o anel exterior, o valor máximo.

Gráfico 2.2.8 – Hiato do produto: estimativas e dispersão



Nota: As medidas de dispersão foram construídas utilizando um conjunto de medidas selecionadas de hiato do produto. Ver o box “Medidas de hiato do produto no Brasil”, do Relatório de Inflação de junho de 2024, para apresentação de um conjunto amplo de metodologias. Dados do gráfico: 2003T4–2026T1.

Projeções de inflação

As projeções de inflação apresentadas representam a visão do Copom e são resultado da combinação da análise de conjuntura, da utilização de modelos e condicionamentos e da avaliação sobre o estado e perspectivas da economia. Mais especificamente, as projeções envolvem os seguintes elementos: i. análise de conjuntura e projeções de especialistas para preços livres para horizontes mais curtos e para preços administrados até determinado horizonte; ii. utilização de modelos macroeconômicos, de modelos satélites, de modelos específicos para os itens de preços administrados e de estudos; iii. construção de trajetórias e hipóteses sobre os condicionantes;⁵⁰ e iv. avaliação sobre o estado e perspectivas da economia.⁵¹

Nas projeções do cenário de referência, a inflação passa a subir até o fim de 2026, recomeçando trajetória de queda até o horizonte relevante, mas permanecendo acima da meta. Nesse cenário, que utiliza taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio seguindo a PPC, após finalizar 2025 em 4,3% a inflação acumulada em quatro trimestres cai para 3,6% no primeiro trimestre de 2026. Depois, apresenta trajetória de alta, em boa medida advinda do aumento dos preços do petróleo, terminando 2026 em 3,9%. A partir de então, volta a cair, chegando a 3,1% no último período considerado, referente ao terceiro trimestre de 2028 (Tabela 2.2.1). No horizonte relevante de política monetária, ou seja, o terceiro trimestre de 2027, a inflação projetada é 3,3%. A partir de intervalos de probabilidade construídos ao redor do cenário de referência (Gráfico 2.2.9), estima-se que a probabilidade de a inflação ultrapassar o intervalo de tolerância no último trimestre de 2026 subiu de 23% para 30% no caso do limite superior e caiu de 7% para 2% no caso do limite inferior (Tabela 2.2.2), em função da elevação na projeção de inflação para esse ano em relação ao Relatório anterior.⁵²

Tabela 2.2.1 – Projeções de inflação – Cenário de referência

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

Índice de preços	2025				2026				2027				2028			%
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	
IPCA	5,5	5,4	5,2	4,3	3,6	3,7	3,8	3,9	3,6	3,4	3,3	3,3	3,2	3,2	3,1	
Diferença Rel. anterior (p.p.)	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[-0,1]	[0,0]	[0,1]	[0,2]	[0,4]	[0,4]	[0,2]	[0,1]	[0,2]	[0,2]	[0,2]	-	
IPCA Livres	5,6	5,4	5,2	3,9	3,3	3,3	3,5	3,7	3,5	3,4	3,3	3,3	3,2	3,1	3,1	
Diferença Rel. anterior (p.p.)	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[-0,1]	[-0,2]	[-0,1]	[-0,1]	[0,1]	[0,2]	[0,2]	[0,2]	[0,2]	[0,2]	[0,2]	[0,1]	-
IPCA Administrados	5,1	5,2	5,1	5,3	4,5	4,9	4,9	4,3	3,8	3,6	3,2	3,4	3,3	3,2	3,1	
Diferença Rel. anterior (p.p.)	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[0,4]	[0,8]	[1,2]	[1,1]	[0,7]	[0,2]	[0,0]	[0,2]	[0,2]	[0,2]	-	

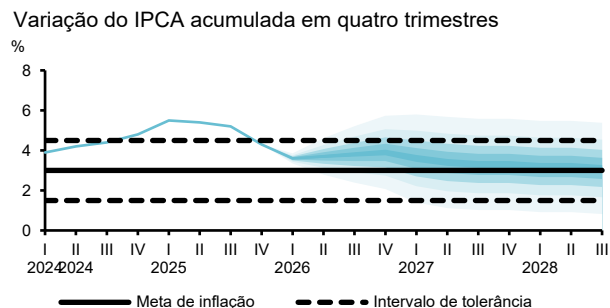
Nota: Valores em fundo branco são efetivos e os em fundo hachurado são projeções. Os valores apresentados são arredondamentos. Portanto, os valores agregados podem não coincidir com a combinação dos valores desagregados arredondados. A diferença em relação às projeções do Relatório anterior é calculada utilizando os valores arredondados apresentados.

50/ Para detalhes sobre os procedimentos utilizados na construção dos condicionamentos da Selic, câmbio e preço do petróleo, ver o Apêndice metodológico deste capítulo.

51/ Ver o box [Sistema de análise e projeções do BC](#), do RI de março de 2023.

52/ Note que, com a implementação da nova sistemática de “meta contínua”, vigente desde janeiro de 2025, a ultrapassagem dos limites do intervalo de tolerância somente significa descumprimento da meta no caso de ocorrer por seis meses consecutivos, em qualquer mês do ano.

Gráfico 2.2.9 – Projeções e leque de inflação – Cenário de referência



Nota: As áreas hachuradas representam intervalos de projeções associados aos seguintes níveis de probabilidade (indo do intervalo central até o mais externo): 10%, 30%, 50%, 70% e 90%. Até 2024.IV, as metas de inflação e intervalos de tolerância se referem apenas ao respectivo ano-calendário, mas, por questões visuais, as respectivas linhas são apresentadas para todos os trimestres.

Tabela 2.2.2 – Probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites do intervalo de tolerância da meta

Ano	Limite inferior	Probabilidade de ultrapassar o limite inferior	Limite superior	Probabilidade de ultrapassar o limite superior
2026	1,50	2	4,50	30
2027	1,50	10	4,50	19
2028	1,50	11	4,50	17

Nota: Probabilidades estimadas arredondadas para o valor inteiro mais próximo. As probabilidades não representam probabilidades de descumprimento da meta, pois, desde janeiro de 2025, a caracterização de descumprimento exige que a inflação se situe fora do intervalo de tolerância por seis meses consecutivos (em qualquer mês do ano).

Na comparação com o Relatório anterior, as projeções de inflação elevaram-se. No horizonte relevante de política monetária, considerado como sendo o terceiro trimestre de 2027, a projeção subiu 0,1 p.p. Entre os fatores que contribuem para a alta das projeções, destacam-se a elevação do preço do petróleo e a revisão do hiato. Por outro lado, a apreciação cambial e a queda marginal nas expectativas de inflação contribuíram para atenuar esse aumento. Na comparação com a reunião do Copom em janeiro (276ª reunião), as projeções de inflação nesse horizonte também tiveram elevação de 0,1 p.p. (ver Ata da 276ª reunião).

2.3 Balanço de riscos

O Copom avalia a presença de diversos riscos ao redor das projeções de inflação do cenário de referência. São basicamente duas as fontes de riscos considerados. A primeira decorre da utilização, no cenário de referência, de condicionamentos baseados em governança estabelecida, como são os casos das trajetórias da taxa Selic, do câmbio e do preço do petróleo, que não necessariamente refletem o cenário mais provável avaliado pelo Comitê. A segunda advém da avaliação sobre a possibilidade de materialização de determinados eventos e respectivos impactos sobre a inflação não considerados como os mais prováveis quando da construção do cenário de referência. Esses eventos podem ocorrer tanto no curto como no médio prazo.

O balanço de riscos apresentado é um instrumento de comunicação da política monetária e traz informação importante sobre as incertezas avaliadas pelo Comitê para o horizonte de projeções. Alguns fatores de risco podem ser avaliados quantitativamente com o uso de cenários baseados em modelos, enquanto outros têm uma avaliação mais qualitativa. Nem todos os fatores de riscos analisados são divulgados na comunicação da política monetária. O Comitê avalia, seleciona e comunica aqueles fatores de riscos que entende como mais substantivos para a dinâmica da inflação no horizonte relevante, considerando a probabilidade de ocorrência e seu impacto sobre a economia.

Em sua reunião mais recente (277ª reunião), o Copom ressaltou que os riscos para a inflação, tanto de alta quanto de baixa, que já se encontravam mais elevados do que o usual, se intensificaram após o início dos conflitos no Oriente Médio. O Comitê considera os impactos destes conflitos de forma prospectiva, em particular seus efeitos sobre a cadeia de suprimentos global e os preços de *commodities* que afetam direta e indiretamente a inflação no Brasil. Nesse momento, as projeções de inflação apresentam distanciamento adicional em relação à meta no horizonte relevante para a política monetária. Ao mesmo tempo, a incerteza acerca dessas projeções foi elevada consideravelmente, em função da falta de clareza sobre a duração dos conflitos e de seus efeitos sobre os condicionantes dos modelos de projeção analisados. Os riscos para a inflação, que já se encontravam mais elevados do que o usual, se intensificaram após o início dos conflitos no Oriente Médio, e são elencados abaixo.

Riscos para inflação acima do cenário de referência:

i. desancoragem das expectativas de inflação por período mais prolongado

A avaliação sobre a presença ou não de desancoragem das expectativas de inflação considera horizontes mais longos, tipicamente a partir de dois ou três anos à frente, de forma a utilizar medidas desprovidas dos efeitos de curto prazo de desvios da inflação em relação à meta. As expectativas de inflação na pesquisa Focus para prazos mais longos mantiveram os valores do RPM anterior, acima da meta de 3,00%, observando-se apenas ligeira redução para 2026. Na comparação com o RPM anterior, para 2026, a mediana passou de 4,16% para 4,10%; mantendo-se em 3,80% para 2027 e em 3,50% para 2028 e 2029. A manutenção da desancoragem por período mais prolongado teria consequências sobre a credibilidade do sistema de metas, tendendo a tornar as expectativas mais sensíveis a choques de curto prazo, a pressionar a dinâmica de preços e salários e a aumentar o repasse cambial para preços.

ii. maior resiliência na inflação de serviços do que a projetada em função de um hiato do produto mais positivo

No caso de materialização de atividade econômica mais alta que a prevista, a inflação ficaria pressionada para valores acima do cenário de referência. A inflação de serviços seria especialmente afetada por ser a mais sensível ao hiato do produto. Além disso, por apresentar inércia mais elevada que os outros grupos, tende a ter desinflação mais custosa e lenta que os demais grupos. Nota-se ainda que a presença de incerteza nas mensurações do hiato do produto pode significar a subestimação dos níveis correntes de hiato.

iii. conjunção de políticas econômicas externa e interna que tenham impacto inflacionário maior que o esperado, por exemplo, por meio de uma taxa de câmbio persistentemente mais depreciada

No cenário internacional, as incertezas e decisões relacionadas à política tarifária comercial dos EUA têm causado volatilidade nos mercados. Além disso, permanecem incertezas sobre a política fiscal e os efeitos econômicos das restrições sobre a oferta de trabalho. Esse quadro tem aumentado as incertezas sobre o comportamento futuro da atividade econômica e da inflação nos EUA e, conseqüentemente, sobre a política monetária do Fed, e acerca do comportamento do comércio e crescimento global. Se esse cenário for acompanhado de valorização global do dólar e forte redução do apetite ao risco, haveria pressão sobre o valor do real, repercutindo sobre a inflação doméstica. Do ponto de vista doméstico, no caso de verificação de políticas, como as do âmbito fiscal, que levem a nova deterioração da percepção dos agentes, poderiam ocorrer novos efeitos na taxa de câmbio e nas expectativas de inflação, com as pressões inflacionárias decorrentes.

Riscos para inflação abaixo do cenário de referência:

i. eventual desaceleração da atividade econômica doméstica mais acentuada do que a projetada, tendo impactos sobre o cenário de inflação

O conjunto dos indicadores de atividade econômica e do mercado de trabalho segue apresentando, conforme esperado, certa moderação no crescimento, mas o mercado de trabalho ainda mostra dinamismo. Ressalta-se, que a desaceleração da economia faz parte do cenário de referência do Copom e sua concretização está em linha com o funcionamento dos mecanismos de transmissão da política monetária e sua repercussão sobre a inflação. Todavia, o ritmo de desaceleração pode se apresentar mais rápido e pronunciado do que aquele projetado pelo cenário de referência. Nesse caso, o hiato do produto seria ainda mais negativo no futuro, amplificando os efeitos da desaceleração econômica sobre os preços e expectativas de inflação.

ii. desaceleração global mais pronunciada decorrente do choque de comércio e de um cenário de maior incerteza

As incertezas e decisões sobre a política tarifária comercial dos EUA, já mencionadas nos riscos de alta para a inflação, podem ter efeitos desinflacionários. De fato, em relação ao já considerado no cenário de referência, uma maior perda de dinamismo no comércio internacional derivada do aumento das incertezas e da implementação de políticas protecionistas poderia causar uma desaceleração mais acentuada da economia norte-americana e de outras economias importantes, com efeito negativo para a atividade global. Esse cenário poderia levar a precificações de maiores cortes nas *Fed Funds Rates*. A redução nos rendimentos dos títulos do tesouro norte-americano favoreceria o valor do real, contribuindo assim para menores pressões inflacionárias domésticas.

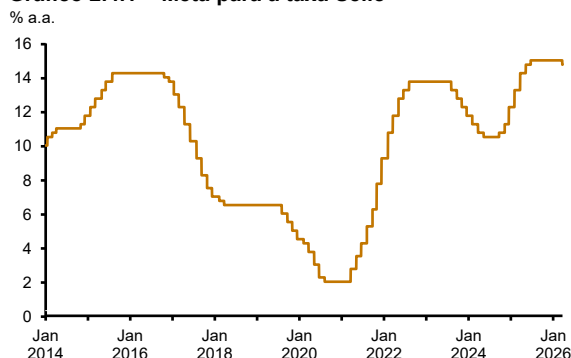
iii. redução nos preços das *commodities* com efeitos desinflacionários

Os preços de *commodities* estão muito relacionados com o ciclo econômico mundial. No caso de uma desaceleração da economia global, poderia haver uma pressão para baixo dos preços de *commodities*, a qual, se não acompanhada por efeito balanceador de queda no valor do real, teria implicações desinflacionárias para a economia doméstica.

2.4 Condução da política monetária

Na reunião de dezembro de 2025, o Comitê manteve a taxa Selic em 15,00% em vigor desde junho do mesmo ano, e enfatizou que a essa decisão era compatível com a estratégia de convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante (Gráfico 2.4.1). O cenário de então, marcado por elevada incerteza, exigia cautela na condução da política monetária, sendo marcado por expectativas desancoradas, projeções de inflação elevadas, resiliência na atividade econômica e pressões no mercado de trabalho.

Gráfico 2.4.1 – Meta para a taxa Selic



Nota: Valores diários de 1.1.2014 a 20.3.2026.

Na reunião de janeiro de 2026, o Comitê manteve a taxa Selic em 15,00% e anteviu, em se confirmando o cenário esperado, iniciar a flexibilização da política monetária na reunião de março. O Comitê reforçou, no entanto, que manteria a restrição adequada para assegurar a convergência da inflação à meta, e que o ritmo e a magnitude do ciclo dependeriam da evolução de fatores que permitissem maior confiança no atingimento da meta para a inflação no horizonte relevante para a condução da política monetária.

Na reunião mais recente, de março de 2026, a Comitê reduziu a taxa básica de juros para 14,75% a.a. Neste momento, julgou apropriado dar início ao ciclo de calibração da política monetária, na medida em que o período prolongado de manutenção da taxa básica de juros em patamar contracionista propiciou evidências da transmissão da política monetária sobre a desaceleração da atividade econômica, criando condições para que ajustes no ritmo dessa calibração, à luz de novas informações, sejam possíveis de forma a assegurar o nível compatível com a convergência da inflação à meta.

O Comitê entende que essa decisão é compatível com a estratégia de convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante. No cenário atual, caracterizado por forte aumento da incerteza, o Comitê reafirma serenidade e cautela na condução da política monetária, de forma que os passos futuros do processo de calibração da taxa básica de juros possam incorporar novas informações que aumentem a clareza sobre a profundidade e a extensão dos conflitos no Oriente Médio, assim como seus efeitos diretos e indiretos sobre o nível de preços ao longo do tempo.

Apêndice metodológico

Condicionamentos

Na construção do cenário de referência, foram utilizados os seguintes procedimentos na construção dos condicionamentos da Selic, câmbio e preço do petróleo:

i. Taxa Selic – ponto de partida: meta vigente quando da realização da reunião do mês de publicação do Relatório; trajetória: utilização da mediana das expectativas para a meta da taxa Selic extraída da pesquisa Focus do último dia útil da semana anterior à da reunião do Copom. Utiliza-se interpolação para os meses em que a pesquisa não coleta os respectivos dados, considerando os valores de final de cada ano. Em função da utilização da Selic acumulada quatro trimestres à frente para o cálculo da taxa de juros real *ex-ante*, a taxa utilizada estende-se por quatro trimestres à frente do horizonte de projeções apresentado;

ii. Taxa de câmbio – ponto de partida: cotação média da taxa de câmbio observada nos dez dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom, arredondado na segunda casa decimal em intervalos de cinco centavos; trajetória: baseada na PPC. Considerando facilidade no processo de formulação das projeções e simplicidade de comunicação, o diferencial de inflação considerado é a diferença entre a meta para a inflação no Brasil, de 3% a.a., e a inflação externa de longo prazo, considerada como de 2% a.a., em linha com a meta para a inflação da maioria dos países desenvolvidos;

iii. Preço do petróleo – ponto de partida: valor em torno da média dos preços vigentes do petróleo tipo *Brent* no período de dez dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom; trajetória: preço do petróleo segue aproximadamente a curva futura de mercado pelos próximos seis meses e depois cresce a 2% a.a.

Hiato do produto

O hiato do produto é uma variável não observável, sujeita a elevada incerteza na sua mensuração, sendo recomendável a utilização de várias metodologias. Parte-se de estimativas advindas dos diferentes modelos semiestruturais de pequeno porte e complementa-se com informações provenientes de outras metodologias⁵³. Portanto, o hiato apresentado neste capítulo incorpora informações de diferentes metodologias e julgamento do Copom. Entre as variáveis de atividade utilizadas, destacam-se o PIB, o Nuci calculado pela FGV, a taxa de desocupação medida pelo IBGE e o estoque de empregos formais medido pelo Novo Caged do MTE, todas ajustadas sazonalmente.

53/ Ver, por exemplo, o box [Atualização das medidas de hiato do produto no Brasil](#), do Relatório de Política Monetária de junho de 2025.

Decomposição da inflação de 2025

De acordo com estimativas de modelos semiestruturais do Banco Central do Brasil (BC), os principais fatores que levaram a inflação em 2025 a ficar acima da meta foram a inércia da inflação do ano anterior, as expectativas de inflação e o hiato do produto. Em sentido contrário, atuaram a inflação importada e choques de alimentação no domicílio e bens industriais.

Este box apresenta estimativa de decomposição do desvio da taxa de inflação de 2025, medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), em relação à meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).¹ O objetivo é medir a contribuição dos principais fatores determinantes da inflação a partir de modelos semiestruturais do BC.²

O desvio da inflação em relação à meta é decomposto em cinco componentes: (i) inércia do ano anterior (desvio da inflação do ano anterior em relação à meta);³ (ii) expectativas (diferença entre expectativas de inflação medidas pela pesquisa Focus e a meta para a inflação); (iii) inflação importada (diferença em relação à meta); (iv) hiato do produto; e (v) demais fatores.⁴ Vale ressaltar que essas estimativas são aproximações construídas com base em modelos e, portanto, estão sujeitas às incertezas inerentes ao processo de modelagem e estimação.

Para a estimativa dos componentes, parte-se de um cenário no qual todos os condicionantes são neutros, isto é, não apresentam impactos que levem a inflação a se desviar da meta.⁵ À medida que esses condicionantes neutros são substituídos pelos valores efetivamente observados, obtém-se a contribuição de cada fator para o desvio da taxa de inflação em relação à meta.

A inflação em 2025 foi de 4,26%, 1,26 ponto percentual (p.p.) acima da meta para a inflação de 3,00%, dentro do intervalo de tolerância estabelecido pelo CMN, de mais ou menos 1,50 p.p. (Gráfico 1 e Tabela 1). A inflação foi 0,57 p.p. inferior à verificada em 2024, de 4,83%. A inflação de preços livres recuou de 4,89% em 2024 para 3,91% em 2025, ao passo que a inflação de preços administrados se elevou de 4,66% para 5,29%. Dentre os preços livres, serviços subiram 6,01%, bens industriais aumentaram 2,36% e alimentação no domicílio subiu 1,42%. Entre os administrados, destacam-se as contribuições de Energia Elétrica Residencial, Planos de Saúde e Produtos Farmacêuticos.

Os principais resultados da decomposição são os seguintes (Gráfico 2):

i. A inércia inflacionária foi o fator que apresentou a principal contribuição para o desvio da inflação em relação à meta em 2025. A inflação em 2024 foi 1,83 p.p. acima da meta do ano, de 3,00%, contribuindo com 1,13 p.p. para o desvio da inflação em relação à meta em 2025. No caso dos preços livres, a inflação passada significa pressão corrente de custos, advinda tanto de outros preços de bens e serviços utilizados como insumos, quanto de mecanismos inerciais informais de indexação salarial. Por exemplo, em 2025 mais

1/ A decomposição da inflação baseada em modelos de projeção foi apresentada anualmente nos Relatórios de Inflação (RI). Ver, por exemplo, box [Decomposição da Inflação de 2024](#), do Relatório de Inflação de março de 2025. Para detalhes sobre procedimentos metodológicos, ver box [Decomposição da Inflação de 2017, do Relatório de Inflação de março de 2018](#), e Cusinato et. al (2016).

2/ Ver os boxes [Atualização dos modelos semiestruturais de pequeno porte](#), do RI de junho de 2024, e [Atualização do modelo para projeção de médio prazo dos preços administrados](#), do Relatório de Política Monetária (RPM) de junho de 2025.

3/ O componente “inércia do ano anterior” inclui os efeitos de todos os fatores que afetaram a inflação até o mês de dezembro de 2024.

4/ O item “Demais fatores” inclui fatores não considerados nos itens anteriores, como, por exemplo, fatores específicos de condicionamento dos modelos de preços administrados e termos de resíduo do modelo.

5/ No caso de variáveis que apresentam sazonalidade, os condicionantes neutros também incluem componente sazonal.

uma vez os reajustes nas negociações salariais em geral não só acompanharam o movimento da inflação passada, como foram superiores à inflação. No caso dos preços administrados, o destaque é para arranjos institucionais que vinculam o reajuste dos preços à inflação passada, especialmente para os casos dos itens Planos de Saúde e Produtos Farmacêuticos;

ii. **Após forte aumento no fim de 2024 e início de 2025, as expectativas de inflação se reduziram ao longo do restante do ano, diminuindo assim a sua desancoragem, mas mantendo-se, em geral, acima da meta e dos valores observados ao longo de 2024.** A contribuição foi de 0,69 p.p. para o desvio da inflação em relação à meta. A redução das expectativas refletiu as pressões inflacionárias correntes e prospectivas. De acordo com a pesquisa Focus, a mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente (suavizada) iniciou 2025 acima do teto do intervalo da meta de inflação, em torno de 5,0%, e teve elevação até meados de fevereiro, quando atingiu 5,9%. A partir daí, entrou em trajetória descendente, terminando o ano em torno de 4,0% (Gráfico 3). A mediana das expectativas para o ano-calendário de 2025 apresentou movimento relativamente semelhante. Iniciou em torno de 5,0%, subiu até atingir valores acima de 5,6% entre fevereiro e abril, mas depois entrou em trajetória descendente, passando a ficar abaixo do limite superior do intervalo de tolerância de 4,50% em meados de novembro;

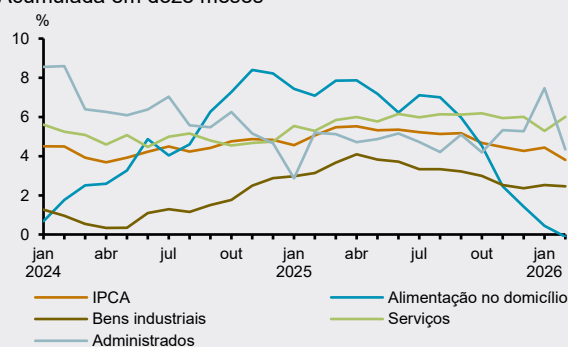
Tabela 1 – Segmentos do IPCA em 2025

Componentes e itens selecionados	Variação (%)	Peso no IPCA (%)	Contribuição para a variação do IPCA (p.p.)
Livres	3,91	74,17	2,90
Alimentação no domicílio	1,42	15,75	0,22
Bens industriais	2,36	22,92	0,54
Serviços	6,01	35,50	2,13
Administrados	5,29	25,83	1,37
IPCA	4,26	100,00	4,26

Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1 – Inflação: IPCA e componentes

Acumulada em doze meses



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 2 – Decomposição do desvio da taxa de inflação em relação à meta em 2025

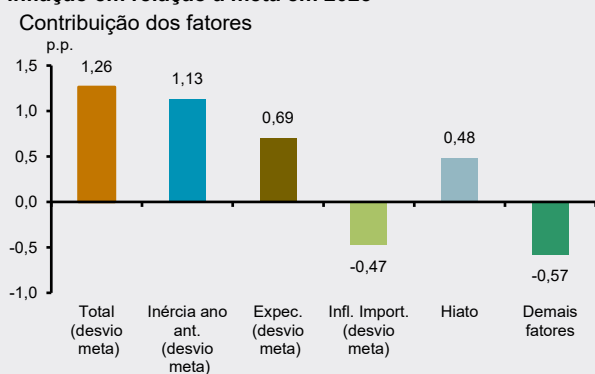


Gráfico 3 – Expectativas de inflação 12 meses à frente (suavizada) – Pesquisa Focus



iii. **A inflação importada (como desvio da meta) teve contribuição negativa para o desvio da inflação em relação à meta, de -0,47 p.p.** Desse montante, as principais contribuições advieram da queda do preço internacional do petróleo (efeito de -0,28 p.p.) e da apreciação cambial (efeito de -0,19 p.p.). Já as *commodities* em geral, medidas pelo Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br) tiveram efeito neutro no ano (Gráficos 4 a 6);

Gráfico 4 – IC-Br (índice em dólares)

Médias mensais

Dez/2019 = 100

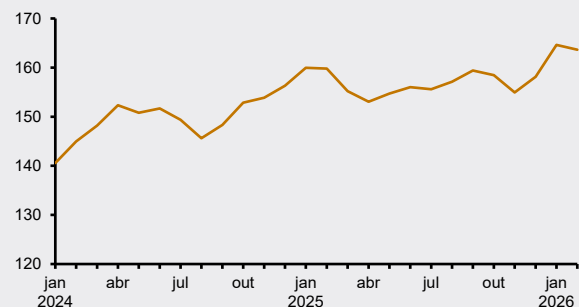
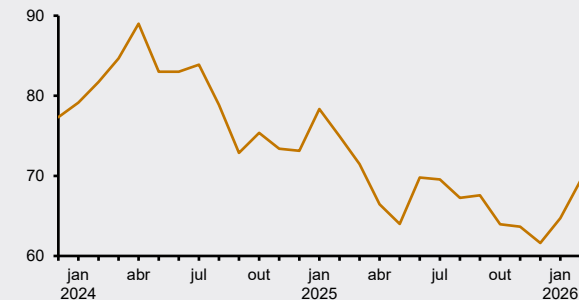


Gráfico 5 – Preço do petróleo Brent

Médias mensais

US\$/Barril

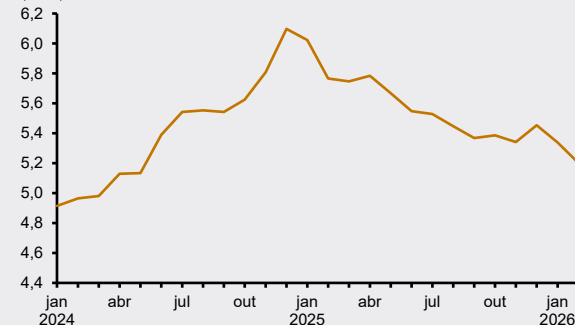


Fontes: Bloomberg e BC

Gráfico 6 – Taxa nominal de câmbio

Médias mensais

R\$/US\$



iv. **O hiato do produto apresentou contribuição de 0,48 p.p. para o desvio da inflação em relação à meta.** Depois de forte crescimento em 2024, a atividade econômica em 2025 permaneceu aquecida, mas apresentando, em geral, trajetória de moderação. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 2,3% em 2025, após registrar crescimento de 3,4% em 2024, e a geração de empregos líquidos formais medidos pelo Novo Caged caiu de 1,7 milhão em 2024 para 1,3 milhão em 2025. O Nível de utilização da capacidade instalada (Nuci), medido pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), teve estabilidade, com valor médio permanecendo em 82,0% em 2025. Já a taxa de desocupação média caiu de 6,9% em 2024 para 5,9% em 2025. Dessa forma, o hiato do produto estimado para 2025 permaneceu positivo, contribuindo para a inflação no período; e

v. **Por fim, os demais fatores apresentaram uma contribuição negativa de -0,57 p.p.** para o desvio da inflação em relação à meta em 2025. Este último item inclui o efeito de fatores não considerados nos itens anteriores – principalmente condicionamentos específicos de preços administrados, bandeiras de energia elétrica e anomalias climáticas – e uma parte não explicada pelo modelo, representada por choques na curva de Phillips de preços livres e nas equações dos preços administrados. Utilizando o modelo desagregado de pequeno porte para estimar a contribuição dos choques de grupos de preços, destaca-se a contribuição negativa dos choques de alimentação no domicílio (-0,66 p.p.) e de bens industriais (-0,25 p.p.). No sentido oposto, destacam-se as contribuições de 0,13 p.p. advinda de choques em preços administrados e de 0,18 p.p. das bandeiras de energia elétrica, que finalizaram 2025 na cor amarela, em contraste com a cor verde observada em dezembro de 2024. Vale ressaltar que essas estimativas são aproximações construídas com base em modelos e, portanto, estão sujeitas às incertezas inerentes ao processo de modelagem e estimação.

Em suma, de acordo com a decomposição apresentada neste box, os principais fatores que levaram a inflação em 2025 a ficar acima da meta foram a inércia da inflação do ano anterior, as expectativas de inflação e o hiato do produto. Em sentido contrário, atuaram a inflação importada e choques de alimentação no domicílio e de bens industriais.

Referência

CUSINATO, R. T., FIGUEIREDO, F. M. R., MACHADO, V. G., MELLO, E. P. G. e PEREZ, L. P. (2016). "Decomposição de Inflação: revisão da metodologia e resultados para 2012 a 2014", Banco Central do Brasil, Trabalhos para Discussão nº 440.



Apêndice

Comitê de Política Monetária

Membros do Copom

Presidente

Gabriel Muricca Galípolo

Diretor

Ailton De Aquino Santos

Diretor

Gilneu Francisco Astolfi Vivan

Diretora

Izabela Moreira Correa

Diretor

Nilton José Schneider David

Diretor

Paulo Picchetti

Diretor

Rodrigo Alves Teixeira

Departamentos cujos chefes são responsáveis por apresentações técnicas nas reuniões do Copom (Resolução nº 61/2021)

Departamento de Assuntos Internacionais – Derin
Marcelo Antônio Thomaz de Aragão

Departamento Econômico – Depec
Ricardo Sabbadini

Departamento de Estudos e Pesquisas – Depep
Euler Pereira Gonçalves de Mello

Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos – Deban
Fábio Martins Trajano de Arruda

Departamento de Operações do Mercado Aberto – Demab
André de Oliveira Amante

Departamento das Reservas Internacionais – Depin
Luís Guilherme Siciliano Pontes