ISSN 1517-6576

Relatório de Política Monetária

Volume 2 | Número 3 | Setembro 2026

BANCO CENTRAL DO BRASIL

Relatório de Política Monetária

Volume 2 | Número 3 | Setembro 2026

ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Política Monetária | Brasília | v. 2 | nº 3 | set. | 2026 | p. 1-89

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 3.

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 20

Crédito 23

Fiscal 26

Contas externas 30

Preços 33

Perspectivas para a inflação 78

2.1 Revisões e projeções de curto prazo 78

2.2 Projeções condicionais 80

Determinantes da inflação e condicionamentos 80

Projeções de inflação 84

2.3 Balanço de riscos 85

2.4 Condução da política monetária 87

Apêndice metodológico 88

Boxes

Efeito dos eventos *El Niño* e *La Niña* sobre a produtividade das principais lavouras brasileiras 40

Projeções para a evolução do PIB em 2026 e 2027 54

Estimativa dos reajustes salariais a partir das convenções coletivas de trabalho 57

Projeções para a evolução do crédito em 2026 e 2027 63

Projeções para a evolução das contas externas em 2026 e 2027 65

Choque nos preços de petróleo e derivados: evidências de efeitos primários na inflação brasileira 67

Choque nos preços de petróleo e derivados: evidências de efeitos de segunda ordem na inflação brasileira 72

Apêndice 89

Sumário executivo

A incerteza em torno do cenário externo permanece elevada. O ambiente externo segue incerto em função da indefinição acerca dos conflitos armados ainda não resolvidos no Oriente Médio e das decisões futuras de política monetária em algumas economias avançadas. Tal cenário requer cautela por parte das economias emergentes em ambiente de maior volatilidade dos preços de ativos e *commodities*.

A atividade econômica doméstica expandiu-se em ritmo mais moderado, mas o mercado de trabalho seguiu aquecido. O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 0,5% no segundo trimestre de 2026, após crescimento de 1,1% no trimestre anterior, com desaceleração dos setores mais sensíveis ao ciclo econômico e queda do consumo das famílias. A desaceleração no segundo trimestre, que deve prosseguir no terceiro, faz parte de um quadro mais amplo de diminuição do dinamismo da atividade econômica desde o final de 2024, quando teve início um ciclo de aperto monetário. No mercado de trabalho, a taxa de desocupação ficou estável em nível historicamente baixo, e a geração de empregos com carteira continua positiva, apesar de ter diminuído. A projeção de crescimento do PIB para 2026 foi revisada de 2,0% para 1,8% sob influência da avaliação menos favorável da composição do crescimento no segundo trimestre e dos primeiros indicadores do terceiro trimestre, que sugerem atividade mais fraca. Para 2027, a estimativa de crescimento do PIB é 1,4%.

A inflação ao consumidor continua acima da meta, apesar da redução desde o RPM anterior, e as expectativas de inflação seguem desancoradas. Na variação acumulada em doze meses, o IPCA recuou de 4,72% em maio para 4,22% em agosto. Na variação trimestral dessazonalizada, houve queda na inflação de alimentos e na de preços administrados, enquanto a de bens industriais apresentou sinais de moderação. Apesar de alguma acomodação, a inflação de serviços segue elevada, em cenário de mercado de trabalho aquecido e hiato do produto positivo. Embora tenham recuado para 2026, as expectativas de inflação voltaram a subir para 2027 e 2028 e permanecem acima da meta em todo o horizonte de projeção.

No cenário de referência, a projeção de inflação para o primeiro trimestre de 2028 – atual horizonte relevante para a política monetária – é 3,2%. O cenário de referência considera a trajetória esperada da taxa Selic segundo a pesquisa Focus e a trajetória da taxa de câmbio compatível com a paridade do poder de compra (PPC). Nele, a inflação acumulada em quatro trimestres volta a subir no final deste ano, para 5,2%, após recuar para 4,4% no terceiro trimestre, e chega a ficar dois trimestres consecutivos acima do limite superior do intervalo de tolerância ao redor da meta. A inflação projetada volta a cair a partir de 2027, chegando a 3,1% no primeiro trimestre de 2029, último período considerado. 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 RPM, utiliza-se o conjunto de informações disponíveis até a 281ª reunião do Copom, realizada em 15 e 16.09.2026.

Em comparação com o RPM anterior, a projeção para o horizonte relevante ficou estável, mas a trajetória da inflação projetada é de modo geral mais alta. Para o horizonte relevante, destacam-se entre os fatores que exerceram pressão altista (i) a estimativa de um hiato do produto mais alto; e (ii) o aumento das expectativas de inflação. Do outro lado, destacam-se entre os fatores que exerceram pressão baixista (i) a inércia das surpresas na realização do IPCA de junho a agosto; e (ii) devolução mais aguda da alta dos preços do petróleo observada no curto prazo.

Em sua reunião mais recente (281ª 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 correntes de atividade mantêm-se consistentes com uma trajetória de desaceleração no acumulado de 2026. O Comitê monitora com atenção a desancoragem das expectativas de inflação para prazos mais longos na medida em que esta contribui para a determinação dos preços e aumenta o custo de desinflação.

Em decorrência da dinâmica dos riscos associados à evolução dos preços, o Comitê reafirma que a magnitude total do ciclo de calibração será estabelecida à luz de novas informações visando assegurar a convergência da inflação à meta.

O Copom decidiu reduzir a taxa básica de juros para 13,75% 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.

O cenário atual, caracterizado por significativo aumento da incerteza, desancoragem das expectativas e riscos elevados em torno do cenário base, demanda serenidade e cautela na condução da política monetária. O Comitê seguirá acompanhando a evolução do cenário de forma a manter a restrição adequada para assegurar a convergência da inflação à meta.

1 Conjuntura econômica

1.1 Cenário externo

O ambiente externo tem sido caracterizado pela sobreposição de choques globais e pela persistência de seus efeitos ao longo do tempo. Esses choques atingiram as economias, especialmente as emergentes, em condições iniciais distintas, produzindo impactos heterogêneos entre os países e respostas diferenciadas de políticas fiscal e monetária. Paralelamente, transformações demográficas, geopolíticas e tecnológicas vêm redefinindo as principais economias mundiais, tornando cada vez mais complexa a distinção entre movimentos temporários, cíclicos e de natureza estrutural.

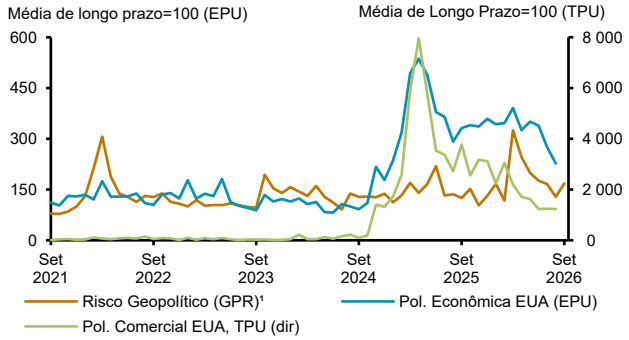
A incerteza prospectiva acerca do ambiente externo permanece elevada. Embora algumas métricas de incerteza tenham recuado em relação aos picos observados no auge das recentes tensões geopolíticas, o recrudescimento do conflito no Oriente Médio continua sendo a principal fonte de risco para o cenário global (Gráfico 1.1.1). O fluxo de transporte de petróleo e derivados originados na região tem apresentado melhora, à medida que os países desenvolveram rotas alternativas de escoamento, tanto pelo Estreito de Ormuz quanto por vias alternativas. Ainda assim, o tráfego segue abaixo da média histórica, inconstante e sujeito a interrupções. Essas fricções no transporte marítimo reduziram a oferta de *commodities* e de insumos intermediários relevantes, contribuindo para pressões sobre preços, reprecificação de riscos e reconfiguração das cadeias logísticas e dos fluxos de comércio internacional. Somam-se a esses fatores a imposição recente de tarifas entre Estados Unidos da América (EUA) e Canadá, bem como o reposicionamento mais amplo da política comercial norte-americana em curso desde 2025. Por outro lado, a expansão do comércio de bens de alta tecnologia, especialmente das exportações asiáticas para os EUA, e o dinamismo do comércio de serviços têm contribuído para sustentar a resiliência da atividade comercial global, ainda que de forma desigual entre países e acompanhada de custos de adaptação e riscos de fragmentação econômica.

A manutenção dos preços de energia, fertilizantes e outros insumos em patamares elevados materializou riscos de inflação. Após alguns anos de desinflação (Gráfico 1.1.2) que, embora lenta, vinha sendo relativamente contínua, a alta dos preços de energia já elevou a inflação global e as expectativas de inflação nos horizontes de curto e médio prazo. Os núcleos de inflação, em termos agregados, permanecem relativamente estáveis, embora acima das metas de inflação em diversas economias (Gráfico 1.1.3), evidenciando a diluição incompleta de choques globais anteriores. Por enquanto, não se observam evidências robustas de efeitos de segunda ordem. Restrições pontuais na oferta de bens, pressões sobre as cadeias globais de suprimentos e eventos climáticos adversos contribuem para intensificar os riscos inflacionários. Ademais, embora haja expectativa de que ganhos de produtividade associados à inteligência artificial (IA) possam exercer efeitos desinflacionários no médio prazo, o forte crescimento do investimento associado à tecnologia tem ampliado, no horizonte mais curto, a demanda de equipamentos, semicondutores, matérias-primas críticas e energia elétrica, resultando em pressão sobre esses preços.

A atividade global permanece resiliente diante dos choques recentes, porém em trajetória de desaceleração gradual (Gráfico 1.1.4), com heterogeneidade entre países e regiões. O crescimento no segundo trimestre surpreendeu positivamente em diversas economias relevantes. De maneira geral, o impulso dos investimentos de capital relacionados à infraestrutura tecnológica, sobretudo à IA, com destaque para os EUA, segue sendo um fator importante para o crescimento e a confiança dos agentes, particularmente da indústria. Na área do euro, a atividade tem sido apoiada também pela expansão dos gastos públicos em defesa e infraestrutura. Na Ásia, o ciclo de semicondutores e as exportações relacionadas à IA sustentam o

crescimento de diversas economias. Na China, a fraqueza da demanda doméstica contrasta com o desempenho ainda robusto da manufatura e das exportações, enquanto as perspectivas de transição para um regime com maior contribuição do consumo privado são menos favoráveis. Em muitas economias avançadas, as condições econômicas têm imposto restrições ao consumo privado das famílias em estratos de renda mais baixos. Com a incerteza ainda elevada, permanecem os riscos de desaceleração mais intensa. Economias mais diretamente expostas ao conflito no Oriente Médio e aquelas mais dependentes da importação de *commodities* energéticas tendem a ser as mais afetadas. Algumas dessas economias adotaram medidas fiscais para atenuar os efeitos do conflito sobre preços e atividade. Sendo essas medidas direcionadas e temporárias, são capazes de mitigar efeitos de segunda ordem, porém não são capazes de compensar perdas mais persistentes de oferta e demanda. Ademais, em economias com espaço fiscal limitado, a perspectiva de aumento do endividamento soberano com gastos voltados à suavização dos efeitos do choque amplia os riscos à sustentabilidade da dívida e à estabilidade financeira.

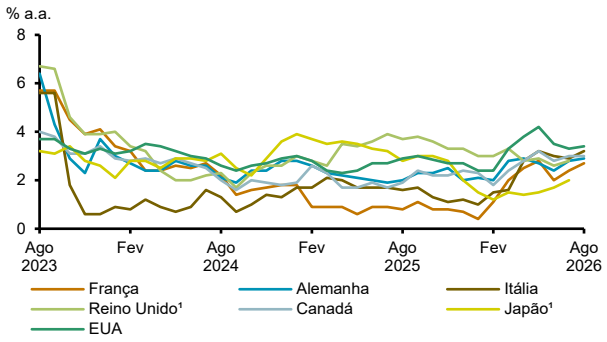
Gráfico 1.1.1 – Medidas de incerteza



Fonte: Bloomberg, Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022), "Measuring Geopolitical Risk," American Economic Review, April, 112(4), pp.1194-1225.

1/ Média 1985:2019=100. Dados até 11/09/2026.

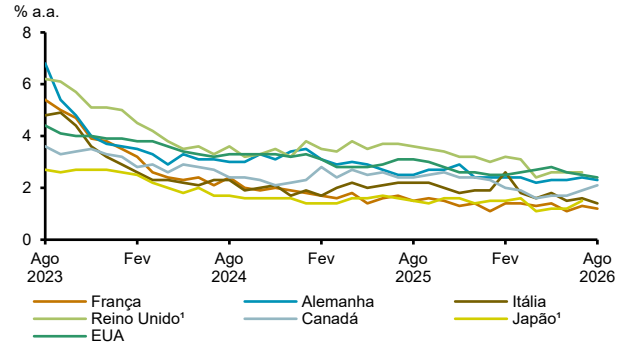
Gráfico 1.1.2 – IPC – Países avançados



Fonte: Bloomberg

1/ Até julho/2026

Gráfico 1.1.3 – Núcleo do IPC – Países avançados



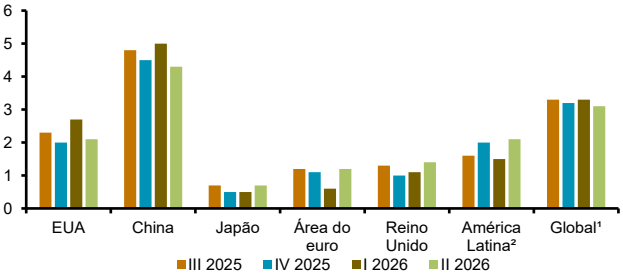
Fonte: Bloomberg

1/ Até julho/2026

Gráfico 1.1.4 – Crescimento do PIB

do 3º tri de 2025 até o 2º tri de 2026

Variação % ante mesmo tri do ano anterior



Fontes: Bloomberg, BC

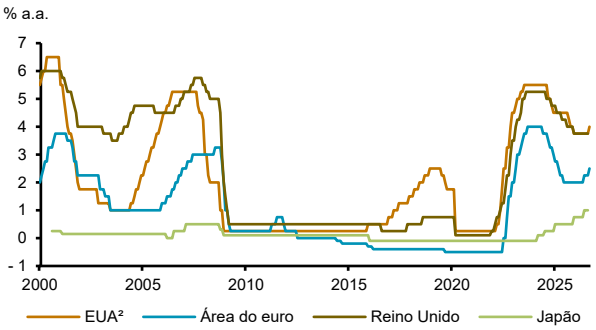
1/ calculado conforme descrito no Boxe "Modelo de projeções e análise macroeconômica da economia global" do RI de set/22.
2/ Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

Em resposta à reaceleração da inflação, diversos bancos centrais das economias avançadas vêm elevando taxas de juros de política monetária (Gráfico 1.1.5). A persistência das pressões inflacionárias, combinada à resiliência da atividade após quatro choques globais de oferta com efeitos persistentes nos últimos anos, tem levado à adoção de posturas monetárias mais restritivas em diversas economias. Nesse contexto, a condução da política monetária requer especial atenção aos possíveis efeitos de segunda ordem desses choques, de modo a evitar que aumentos persistentes de preços sejam interpretados como transitórios e a assegurar a ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo. A distinção entre os efeitos de primeira e segunda ordem demanda o acompanhamento dos repasses de custos de insumos e salários aos preços, da difusão das pressões inflacionárias e da evolução das expectativas, elementos essenciais para a adequada calibragem da resposta de política monetária. Em um ambiente de elevada incerteza, a condução da política monetária exige independência e flexibilidade por parte das autoridades monetárias para preservar a estabilidade macroeconômica e financeira. Os bancos centrais precisarão permanecer vigilantes às mudanças em expectativas e no balanço de riscos, de modo a evitar que as pressões inflacionárias advindas dos preços de energia contaminem a dinâmica agregada de preços da economia. Entretanto, permanecem incertezas

sobre a condução da política monetária no curto prazo, com consequências sobre preços de ativos, juros de longo prazo e taxas de câmbio. Em conjunto, o cenário aponta para a manutenção de uma política monetária global restritiva, com elevada dependência dos dados e atenção aos efeitos defasados do aperto monetário sobre atividade e inflação.

As taxas de juros de longo prazo nas principais economias se elevaram (Gráfico 1.1.6). Com isso, as condições financeiras se tornaram mais restritivas. O ajuste das taxas longas é atribuído majoritariamente à alta dos juros reais e dos prêmios de risco, que estão elevados para padrões históricos, enquanto o aumento das expectativas de inflação tem desempenhado papel relativamente menor. A forte demanda por capital decorrente do financiamento dos déficits fiscais e dos investimentos em IA, bem como o aumento da oferta de dívida considerada segura, diante de uma capacidade de intermediação e absorção de risco cada vez mais limitada por parte dos agentes financeiros, são alguns dos fatores que explicam esse movimento recente das taxas de juros de longo prazo.

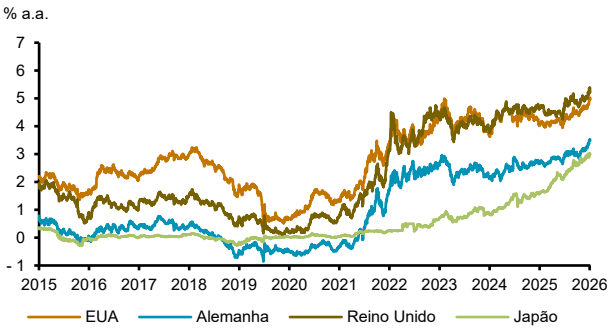
Gráfico 1.1.5 – Taxas de política monetária[1]



Fonte: Bloomberg

1/ Até 16/09/2026. 2/ EUA se refere ao limite superior da taxa de política monetária

Gráfico 1.1.6 – Taxas de juros de 10 anos



Fonte: Bloomberg

A tensão no Oriente Médio segue como um dos principais fatores de risco para o cenário econômico global. Ainda que os produtores estejam conseguindo elevar gradualmente o escoamento de petróleo do Golfo Pérsico e os estoques e reservas estratégicas estejam sendo utilizados para compensar o menor fluxo pelo Estreito de Ormuz, a manutenção do conflito por tempo prolongado, com a consequente preocupação com relação à evolução e dinâmica prospectiva dos estoques de petróleo, pode levar a aumentos adicionais nos preços das matérias-primas, em especial do petróleo e derivados. Esse cenário ampliaria o risco de efeitos de segunda ordem mais persistentes sobre a inflação, tornando mais complexa a condução da política monetária. Deve-se considerar, ainda, o efeito líquido de alterações duradouras nos padrões de oferta e demanda de hidrocarbonetos, *vis-à-vis* a capacidade de outros produtores de compensar eventual redução ou encarecimento da produção no Oriente Médio. Ademais, permanecem preocupações quanto à sustentabilidade das trajetórias fiscais e a suficiência do espaço de política macroeconômica para atuação contracíclica em importantes economias, com potenciais repercussões sobre juros de longo prazo e prêmios de risco. Soma-se a isso a possibilidade de materialização de eventos climáticos adversos, capazes de afetar os preços de alimentos e energia, os custos logísticos e a atividade industrial. Os desequilíbrios globais de conta corrente e na posição internacional de investimento ampliaram-se em 2025, aumentando o risco de um ajuste desordenado e de transbordamentos para economias emergentes. Destaca-se também a tensão entre a sustentabilidade do ciclo de investimentos em IA no curto e no médio prazo, e a realização de ganhos de produtividade associados à difusão e absorção dessa tecnologia ao longo do tempo. Uma desaceleração abrupta desses investimentos poderia enfraquecer a atividade e os mercados de ativos, ao passo que os ganhos de produtividade futuros superiores aos atualmente incorporados nas projeções poderiam elevar o crescimento potencial e atenuar pressões inflacionárias. Em conjunto, esses fatores, que combinam elementos temporários, cíclicos e estruturais, seguem influenciando o balanço de riscos e contribuem para a manutenção do viés negativo e da elevada incerteza no cenário econômico global.

Nos EUA, a atividade econômica tem se mantido resiliente, mas com sinais de moderação, em um cenário ainda marcado por elevada incerteza quanto à condução da política macroeconômica. O Produto Interno Bruto (PIB) do segundo trimestre cresceu 1,5% em termos anualizados, na comparação trimestral. O consumo

das famílias voltou a acelerar no trimestre, após dois trimestres de desaceleração. O investimento fixo no setor de alta tecnologia tem apresentado maior dinamismo, em contraste com a fraqueza persistente da construção residencial. A permanência de condições restritivas de crédito, com níveis elevados de inadimplência, a desaceleração da renda disponível e o esgotamento das condições de liquidez afetam desproporcionalmente as famílias com menor patrimônio líquido, sinalizando perspectivas de arrefecimento do consumo nos próximos trimestres. A persistência de indicadores de confiança historicamente baixos reforça esse cenário.

O mercado de trabalho americano tem apresentado melhora ao longo de 2026, mas segue com baixo nível de mobilidade. Desde 2025, observa-se um movimento de arrefecimento da demanda por trabalhadores, em paralelo a uma contração da oferta, parcialmente explicada pela redução da proporção de nascidos no exterior na força de trabalho e pela queda da taxa de participação. O ritmo de contratações líquidas apresentou uma média de 92 mil em julho e agosto, pouco superior à média do primeiro semestre, de 77 mil, e bem acima da média de 10 mil em 2025. A taxa de desemprego em agosto foi de 4,1%, historicamente baixa, permanecendo próxima desse nível nos últimos dois anos. Os salários nominais têm desacelerado de forma gradual (3,1% a.a. em agosto), resultando em variações reais negativas na margem.

A inflação nos EUA tem se mantido elevada desde março, em virtude principalmente da alta dos preços de energia. O Índice de Preços ao Consumidor (CPI) do mês de agosto registrou alta de 3,4% a.a., com os preços de energia subindo *pari passu* com os preços internacionais do petróleo. O núcleo de inflação tem desacelerado de forma descontínua após alta significativa em 2025, em decorrência principalmente da elevação das tarifas sobre importação, registrando variação de 2,4% a.a. em agosto. O recrudescimento do conflito no Oriente Médio deve trazer nova pressão de alta sobre os preços de energia, com efeitos de transbordamento de magnitude incerta sobre o núcleo.

O *Federal Reserve* (Fed) elevou a taxa de juros em setembro em 25 p.b., para o intervalo entre 3,75%-4,0%[1]. A comunicação da autoridade monetária indica que a economia tem se expandido a um ritmo sólido, em que pese a incerteza geopolítica, e de que a inflação tem se mantido elevada, com o reforço do compromisso com a estabilidade de preços. O cenário de riscos para a inflação é assimétrico para cima e de mercado de trabalho próximo ao equilíbrio.

Na área do euro, o crescimento do PIB ganhou força no segundo trimestre de 2026, com expansão de 0,6% em relação ao trimestre anterior. Pelo lado da demanda, as exportações líquidas representaram a principal contribuição positiva para o crescimento (+0,9 p.p.), revertendo a tendência de trimestres anteriores. O consumo das famílias também contribuiu positivamente para o PIB (+0,2 p.p.), enquanto a formação bruta de capital fixo (FBCF) e o consumo do governo apresentaram contribuições insignificantes. O cenário para a atividade segue dependente dos desdobramentos do conflito no Oriente Médio e seus impactos sobre a oferta e os preços de energia em meio a níveis reduzidos de estoques, da persistência do conflito na Ucrânia, dos efeitos das políticas protecionistas e da fragmentação do comércio internacional. Riscos climáticos para a atividade ganharam relevância em função da onda de calor e seca que assolou a Europa no último verão.

Impulsionada pelo repasse dos preços de energia, a inflação da região acelerou para 3,3% a.a. na prévia de agosto, atingindo o nível mais elevado desde setembro de 2023. O núcleo de inflação, medido pelo índice que exclui energia, alimentos, bebidas alcoólicas e tabaco, apresentou evolução mais benigna (2,4% a.a. no mesmo período), embora permaneça acima da meta de inflação de médio prazo de 2% do Banco Central Europeu (BCE). A resiliência dos componentes subjacentes indica que as pressões inflacionárias continuam presentes, especialmente no setor de serviços. Nesse contexto, o Conselho do BCE elevou a taxa de depósito em 25 p.p., para 2,5% a.a., em sua reunião de setembro. Embora reconheça a elevada incerteza associada ao ambiente macroeconômico, a autoridade monetária avalia que o ajuste do grau de restrição monetária é compatível com o processo de convergência da inflação para a meta no horizonte relevante de política. O BCE continua enfatizando que suas decisões permanecerão dependentes da avaliação das perspectivas para a inflação, da dinâmica da inflação subjacente e da intensidade da transmissão da política monetária, sem oferecer orientação prospectiva quanto à trajetória futura das taxas de juros.

1/ A decisão do Fed foi em 16 de setembro, mesmo dia da decisão do Copom.

A inflação do Reino Unido ficou abaixo das expectativas de mercado ao longo do segundo trimestre, mas acelerou no início do terceiro trimestre. O PIB cresceu 0,4% T/T na prévia do segundo trimestre. O resultado reflete o desempenho do setor de serviços, principal segmento da economia britânica, com crescimento de 0,5% T/T no período. A inflação anual, que fechou o segundo trimestre em 2,6%, acelerou para 2,9% em julho, sobretudo em função da alta global nos preços de energia. O núcleo de inflação registrou no mesmo mês variação de 2,6% pelo terceiro mês consecutivo. A taxa básica de juros foi mantida em 3,75% na reunião do Banco da Inglaterra (BoE), no final de julho. Há sinais de arrefecimento da economia neste terceiro trimestre e o BoE projeta aceleração da inflação, com elevação para 3,2% no encerramento do ano.

Na China, a atividade econômica perdeu impulso no segundo trimestre. O PIB registrou crescimento interanual de 4,3%, evidenciando que a taxa de 5,0% no primeiro trimestre representou apenas uma interrupção na trajetória de desaceleração observada ao longo do ano passado. Pela ótica da oferta, prossegue o movimento estrutural de recomposição intersetorial da economia. O setor de locação, arrendamento mercantil e serviços para negócios e o de transmissão de informação, *software* e serviços de tecnologia da informação cresceram a taxas elevadas, ao passo que alguns setores tradicionais como os de construção e de incorporação imobiliária apresentaram contração. Pela ótica da demanda, as exportações líquidas continuam oferecendo sustentação ao crescimento, com pequeno aumento em sua contribuição para a taxa de crescimento interanual, enquanto as contribuições do consumo e da FBCF se reduziram.

O crescimento econômico deve prosseguir em desaceleração no terceiro trimestre. Os principais indicadores mensais de atividade econômica apresentaram em julho taxas de crescimento inferiores às registradas em junho. O fluxo do comércio exterior prossegue em expansão e o balanço comercial acumulado até julho é próximo ao recorde alcançado no mesmo período do ano passado. O aumento das importações pode reduzir gradualmente o protagonismo do setor externo para a atividade econômica a partir do ano que vem. O principal desafio do governo é promover a recomposição da demanda agregada de modo a aumentar a participação do consumo das famílias, tornando-se menos dependente da demanda externa.

A agenda regulatória progrediu em diversas frentes. As autoridades aceleraram medidas para sustentar a demanda interna, ampliar investimentos e apoiar setores emergentes, ao mesmo tempo em que promoveram reformas financeiras, expandiram a infraestrutura monetária internacional do *renmimbi* e fortaleceram os mercados de capitais. A política industrial continuou focada em áreas estratégicas como IA, semicondutores, robótica, infraestrutura digital e tecnologias de próxima geração, acompanhada por regras mais rigorosas de governança de dados e cibersegurança. No setor imobiliário, foram introduzidas reformas no sistema de pré-vendas, ampliadas as linhas de financiamento habitacional e flexibilizadas as regras de utilização dos fundos habitacionais.

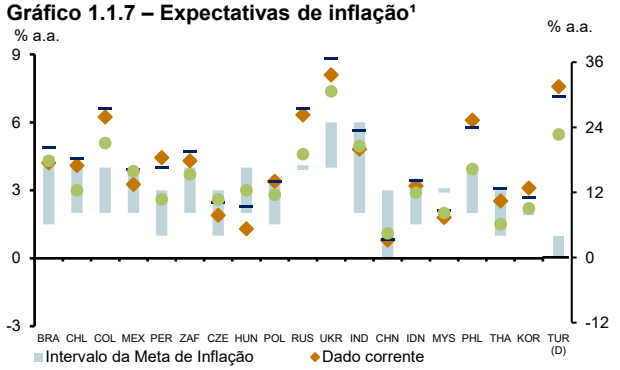
As principais economias emergentes registraram, em geral, crescimento do PIB no segundo trimestre de 2026 na comparação trimestral, com poucas exceções. Mais uma vez, o comportamento do PIB não foi uniforme entre essas economias, refletindo diferentes fundamentos domésticos, estágios do ciclo político e exposições a choques externos, incluindo a política comercial norte-americana e o conflito no Oriente Médio. Este padrão se repetiu entre as maiores economias da América Latina. Na métrica interanual, o Chile registrou contração do PIB, o México e a Colômbia mostraram aceleração e o Peru desaceleração. Na Argentina, cujos dados ainda não foram divulgados, as perspectivas são de ligeira desaceleração.

Os principais indicadores de condições financeiras para as economias emergentes mantiveram comportamentos variados em relação ao trimestre anterior. O Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX) não teve, em média, movimentos direcionais relevantes em relação ao segundo trimestre de 2026, principalmente porque os temores sobre o impacto do conflito no Oriente Médio nos mercados financeiros parecem ter se estabilizado. Os juros longos dos EUA, por outro lado, subiram ainda mais e renovaram as máximas de mais de três anos. A maioria das moedas de economias emergentes apreciou-se em relação ao dólar, favorecidas por fluxos positivos de capitais.

Os riscos e incertezas para as economias emergentes continuam elevados, principalmente por dúvidas relacionadas à política comercial norte-americana e às tensões no Oriente Médio. As indefinições e vaivéns nas tarifas de importação americanas e a demora de um acordo que ponha fim às tensões no Oriente Médio mantêm a incerteza elevada, afetando negativamente a confiança e sustentando os riscos de alta da inflação. Outros riscos relevantes permanecem no horizonte, como dúvidas sobre a sustentabilidade fiscal de economias relevantes, a evolução da economia chinesa e a continuidade do conflito entre Rússia e Ucrânia.

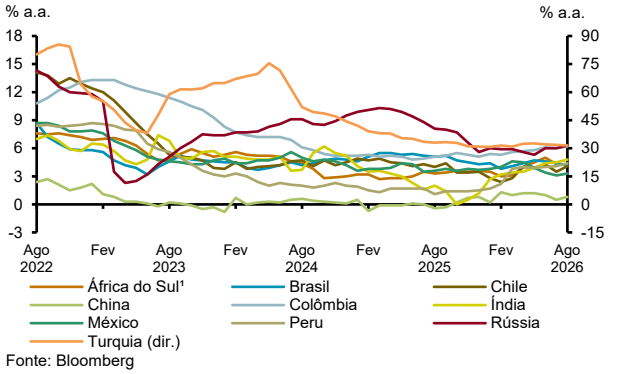
As expectativas de inflação para o final de 2026 apontam para taxas fora do intervalo das metas em diversas das principais economias emergentes. Para 2027, as expectativas permanecem majoritariamente dentro do intervalo das metas, embora os riscos inflacionários continuem elevados. O choque nos preços do petróleo segue afetando tanto a inflação corrente quanto as expectativas, especialmente na América Latina (Gráfico 1.1.7). Entre as economias da região, a inflação tem evoluído de forma heterogênea, refletindo diferenças na intensidade dos impactos do choque energético e nas estratégias adotadas quanto ao repasse para os preços domésticos (Gráfico 1.1.8). A trajetória futura da inflação permanece cercada de elevada incerteza. As expectativas para as taxas básicas de juros, na maioria dos casos, ainda não incorporam movimentos de alta, mantendo a perspectiva de estabilidade até o final de 2027 (Gráfico 1.1.9).

Gráfico 1.1.7 – Expectativas de inflação[1]



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais
1/ Até 11/09/2026.

Gráfico 1.1.8 – IPC – Países emergentes



Fonte: Bloomberg
1/ Até julho/2026.

Os preços de commodities energéticas[2] permaneceram elevados e voláteis no trimestre, em função da continuidade do conflito no Oriente Médio e do fechamento do Estreito de Ormuz (Gráfico 1.1.10). A expiração em agosto do Memorando de Entendimento firmado entre EUA e Irã em junho, o recrudescimento da beligerância na região, incluindo ataques houthis no Mar Vermelho, e a imposição de sanções por parte dos EUA à economia iraniana impulsionaram os preços de petróleo. Entretanto, as altas não foram mais expressivas em função do uso de rotas alternativas e rearranjos logísticos dentro e fora do Estreito de Ormuz para escoamento da produção, uso de reservas estratégicas e estoques comerciais, e a ampliação de exportações de países fora do Golfo Pérsico. Apesar de ter funcionado como fator de contenção de altas mais expressivas, o uso de reservas estratégicas e comerciais tende a se esgotar com o passar do tempo. Os preços do gás natural na Europa foram severamente afetados pela continuidade da redução da oferta de gás natural liquefeito do Golfo, que responde por cerca de 20% do comércio global, por paralisações em exportadores como EUA e Noruega e pela competição com outros compradores, sobretudo da Ásia, em um momento de estoques abaixo dos níveis históricos antes da chegada do inverno.

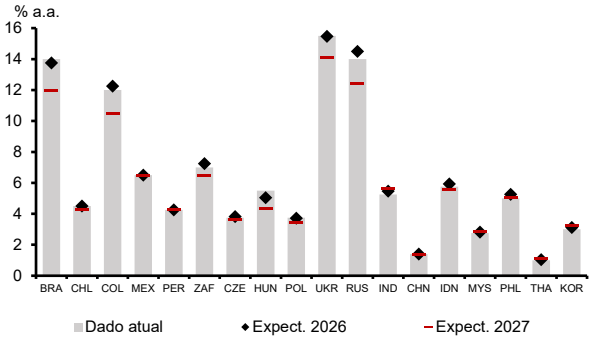
Os preços das commodities metálicas apresentaram leve alta no período, quando analisados em conjunto, refletindo uma compensação entre fatores altistas e baixistas. De um lado, os preços continuaram sustentados pelas tensões geopolíticas e comerciais, pela realocação de fluxos globais de metais em resposta às incertezas tarifárias nos EUA e pela persistência de restrições estruturais de oferta, especialmente no mercado de cobre. De outro, a recuperação apenas gradual da atividade industrial global, particularmente na China, limitou movimentos mais expressivos de alta. Os mercados de cobre e alumínio permaneceram pressionados por interrupções de produção, estoques relativamente apertados fora dos EUA, gargalos em etapas da cadeia de processamento e ameaça de imposição de tarifas, o que somado à expansão da demanda associada à eletrificação, IA e construção de data centers impactou os preços. Em contrapartida, os preços de

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

minério de ferro e aço seguiram contidos, refletindo a desaceleração estrutural do setor imobiliário chinês, a moderação da produção siderúrgica e a ausência de estímulos suficientes para reverter o enfraquecimento da demanda por matérias-primas ligadas à construção civil.

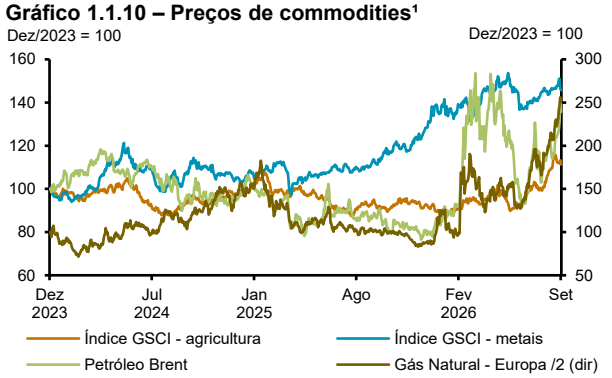
Os preços das commodities agrícolas registraram expressiva valorização. Esse movimento ocorre na medida em que os mercados passam a incorporar tanto os impactos já observados das condições climáticas sobre a produtividade quanto os riscos associados à evolução do clima, além da permanência das incertezas geopolíticas. Em um período crítico para a definição do rendimento de diversas culturas no Hemisfério Norte, episódios de calor e seca resultaram em revisões das estimativas de produtividade e produção em importantes regiões, afetando particularmente o milho nos EUA e na União Europeia, a soja nos EUA e o trigo na União Europeia e no Reino Unido. Paralelamente, as restrições logísticas observadas no Mar Negro reduziram a previsibilidade dos fluxos exportadores de grãos e óleos vegetais provenientes da região, contribuindo para elevar o prêmio de risco associado à disponibilidade global de trigo, milho e derivados oleaginosos. As tensões no Oriente Médio permaneceram como fonte adicional de incerteza para os mercados de energia, fertilizantes e transporte marítimo, com potenciais reflexos sobre os custos de produção agrícola.

Gráfico 1.1.9 – Taxas básicas de juros[1]



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais
1/ Até 11/09/2026.

Gráfico 1.1.10 – Preços de commodities[1]



Fonte: Bloomberg
1/ Até 11 de setembro. 2/ Title Transfer Facility (TTF)

Dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida soberana nas principais economias aumentaram. Com o conflito no Oriente Médio, foram implementadas medidas fiscais voltadas a atenuar os impactos da alta dos preços internacionais de energia sobre a atividade e sobre o consumidor final. A permanência dessas medidas após o reequilíbrio de preços pode agravar as expectativas adversas sobre a trajetória fiscal das principais economias. Mais recentemente, maior alocação de recursos para financiar investimentos relacionados à IA pode ajudar a pressionar as taxas de juros requeridas para financiamento fiscal. Além disso, o aumento da tensão e da fragmentação geopolíticas tem provocado maior dispêndio público com defesa. Em consequência, aumentam os riscos de reprecificação abrupta de ativos, diante da perspectiva de interação adversa entre vulnerabilidades fiscais e financeiras. A combinação desses elementos contribui para uma assimetria ainda negativa no balanço de riscos para a economia global. Caso o choque de oferta persista ou demore a dissipar, será importante avaliar sua transmissão para a inflação e para o crescimento, com implicações para a calibragem das políticas fiscal e monetária nos próximos meses.

Diversos bancos centrais de economias avançadas iniciaram o processo de ajuste de política monetária, em resposta ao risco de que a alta da inflação e das expectativas de curto prazo se transmita às expectativas de longo prazo e afete de forma mais permanente a formação de preços e salários, em um contexto de seguidos choques de oferta sobrepostos ou que ainda não estão completamente dissipados, o que vem impedindo o atingimento das metas de inflação por muito tempo. Em um ambiente de elevada incerteza, a condução da política monetária requer independência e flexibilidade por parte das autoridades monetárias para assegurar a preservação da estabilidade macroeconômica e financeira. Nesse contexto, os bancos centrais seguem atentos à dinâmica da inflação e de suas medidas subjacentes, às expectativas de inflação, às condições do mercado de trabalho, ao balanço de riscos e aos desdobramentos geopolíticos no Oriente Médio, reforçando a importância de manter uma política monetária responsiva, assim como de uma comunicação clara e transparente.

1.2 Conjuntura interna

Atividade econômica

Após o forte crescimento registrado no primeiro trimestre, a atividade econômica voltou a expandir-se em ritmo mais moderado no segundo trimestre de 2026. O PIB avançou 0,5% no período, após alta de 1,1% no trimestre anterior, retomando um ritmo mais próximo ao observado ao longo dos três trimestres precedentes (Tabela 1.2.1 e Gráfico 1.2.1). Pela ótica da oferta, em relação ao primeiro trimestre, houve perda de ritmo na indústria e em serviços, enquanto a agropecuária cresceu fortemente. Na abertura por grau de sensibilidade ao ciclo econômico, a desaceleração foi mais pronunciada nos componentes mais cíclicos (Gráfico 1.2.2). Pela ótica da demanda, o consumo das famílias recuou após forte alta no trimestre anterior, enquanto a FBCF avançou em ritmo mais moderado. Na comparação interanual, o PIB cresceu 2,0%, alta moderadamente acima da esperada, mas a composição do crescimento – com expansões elevadas na agropecuária e na indústria extrativa e recuo no consumo – sugere cautela na interpretação dessa surpresa positiva.[3]

Tabela 1.2.1 – Produto Interno Bruto

%

Discriminação	Variação anual					Tri ante tri -1 (a.s.)					
	2021	2022	2023	2024	2025	2025				2026	
						I	II	III	IV	I	II
PIB a preços de mercado	4,8	3,0	3,2	3,4	2,3	1,3	0,4	0,1	0,2	1,1	0,5
PIB ex-agro a preços de mercado	5,1	3,3	2,4	3,9	1,7	0,5	0,4	0,3	0,3	0,9	0,1
Agropecuária	0,0	-1,1	16,3	-3,7	11,7	16,1	-3,2	0,5	0,7	2,3	2,8
Indústria	5,0	1,5	1,7	3,1	1,4	0,0	0,7	0,6	-0,7	1,2	0,1
Extrativa	3,6	-1,4	9,2	0,5	8,6	3,1	4,4	2,4	1,7	3,9	3,4
Transformação	3,8	-0,5	-1,3	3,9	-0,2	-1,2	-0,4	0,2	-0,7	0,1	-0,4
Construção	12,6	6,8	-0,3	4,4	0,5	-1,4	-0,2	0,9	-2,3	2,8	-0,4
EGAER[1]	1,5	10,5	5,8	1,0	-0,4	1,9	-0,9	-1,2	1,2	-0,0	-1,1
Serviços	4,8	4,3	2,8	3,8	1,8	0,3	0,8	0,3	0,6	0,4	0,2
Comércio	4,5	0,9	0,8	3,8	1,1	0,1	0,1	0,3	-0,2	0,8	0,0
Transportes	6,5	8,1	2,4	1,9	2,1	0,2	0,8	2,2	-1,4	-0,6	1,1
Serviços de informação	13,9	5,2	2,9	6,1	6,5	2,7	1,1	1,6	1,7	2,7	2,1
Atividades financeiras	-0,7	-0,2	7,5	5,5	2,9	0,7	1,6	-1,1	3,0	-0,7	-0,3
Outros serviços	9,0	11,4	3,4	5,3	2,0	0,1	1,2	0,1	0,7	0,4	-0,0
Atividades imobiliárias	1,9	1,9	3,0	3,1	2,0	0,3	0,9	0,7	0,1	1,1	0,2
APU[2]	2,6	1,6	1,6	1,7	0,5	0,2	0,0	0,4	0,3	0,4	-0,4
VAB mais cíclicos	6,8	5,1	1,3	4,2	1,4	-0,1	0,3	0,6	-0,1	0,4	0,1
VAB menos cíclicos	1,6	0,6	6,0	1,7	3,7	2,7	0,4	0,3	0,7	1,0	0,9
Consumo das famílias	3,0	4,1	3,2	5,1	1,3	0,2	0,8	-0,1	0,1	0,8	-0,4
Consumo do governo	4,2	2,1	3,8	2,0	2,1	1,5	-0,0	1,3	1,0	0,4	0,4
FBCF	12,9	1,1	-3,0	6,9	2,9	2,2	-1,9	0,7	-3,8	3,4	1,2
Exportação	4,4	5,7	8,9	2,8	6,2	4,5	1,8	3,3	3,8	-2,1	-0,8
Importação	13,8	1,0	-1,2	15,6	4,5	3,4	-2,5	0,5	-1,1	4,2	1,8
Dessazonalização pelo método indireto											
PIB a preços de mercado						1,1	0,3	0,4	0,4	0,8	0,4
PIB ex-agro a preços de mercado						0,2	0,6	0,4	0,3	0,7	0,2
VAB mais cíclicos						-0,1	0,4	0,4	-0,1	0,6	0,0
VAB menos cíclicos						3,0	0,4	0,4	0,9	0,9	0,6

Fontes: IBGE e BC

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

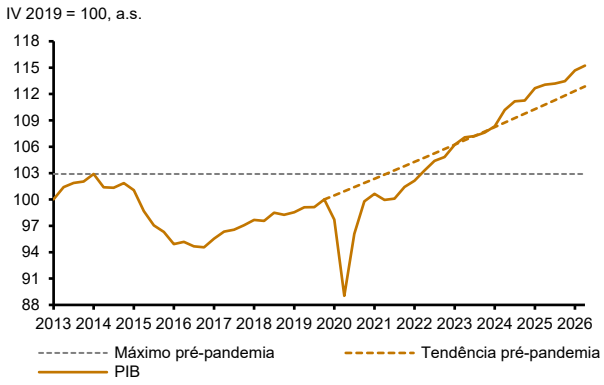
2/ Administração, defesa, saúde e educação públicas e seguridade social.

3/ Na data de corte do RPM anterior, a mediana das previsões para a variação interanual do PIB no segundo trimestre, de acordo com a pesquisa Focus, era de 1,9%, considerando previsões informadas nos últimos 30 dias.

Sob a ótica da oferta, o menor crescimento no segundo trimestre refletiu a desaceleração da indústria e dos serviços. A indústria avançou 0,1%, após expansão de 1,2% no trimestre anterior, com retrações na indústria de transformação, na construção e no segmento de eletricidade e gás, água, esgoto e atividades de gestão de resíduos (EGAER). Em contraste, a indústria extrativa manteve expansão expressiva, impulsionada pelo aumento da produção de petróleo e de minérios.[4] Nos serviços, o crescimento passou de 0,4% para 0,2%, com variações mais elevadas nos segmentos de transporte e de informação e comunicação, enquanto os demais componentes permaneceram próximos da estabilidade ou registraram ligeira contração. A perda de dinamismo foi disseminada no setor: com exceção de transporte e atividades financeiras, todos os segmentos apresentaram variação inferior à do primeiro trimestre. Por sua vez, a agropecuária cresceu 2,8%, apesar da elevada base de comparação do primeiro trimestre, quando o setor havia sido favorecido pelo crescimento da produção de soja, cultura com participação relevante na agropecuária e com colheita mais concentrada nesse período.

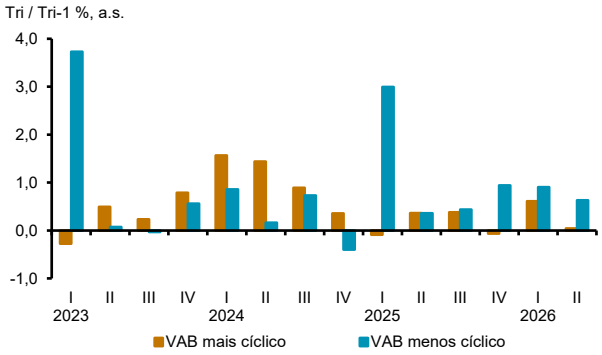
Os setores mais sensíveis ao ciclo econômico ficaram estáveis no segundo trimestre, enquanto os menos cíclicos seguiram crescendo.[5] Considerando o ajuste sazonal pelo método indireto, que dessazonaliza os componentes do lado da oferta antes da agregação, os setores mais cíclicos ficaram estáveis, após expansão de 0,6% no trimestre anterior.[6] A perda de dinamismo foi disseminada entre os seus componentes: a única exceção foi o segmento de transportes, que registrou crescimento expressivo após recuar no primeiro trimestre. Os setores menos cíclicos também desaceleraram, mas de forma menos pronunciada, com crescimento de 0,6% no segundo trimestre, após alta de 0,9% no trimestre anterior. Esse resultado refletiu principalmente o menor crescimento das atividades imobiliárias e a retração dos serviços públicos (Gráfico 1.2.2).

Gráfico 1.2.1 – PIB - Nível



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.2 – VAB mais cíclico e VAB menos cíclico - método indireto



Fontes: IBGE e BC

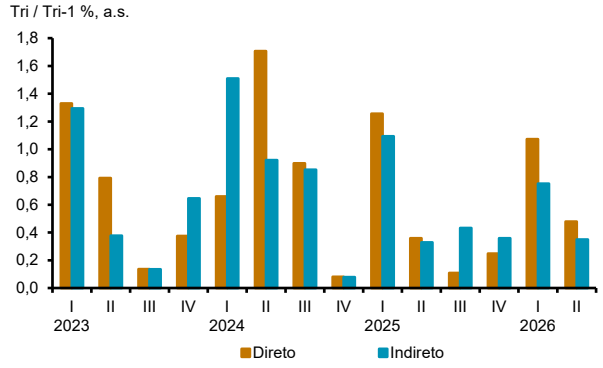
A leitura de desaceleração no trimestre é robusta ao método de ajuste sazonal. No caso do PIB agregado, o ajuste oficial do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), realizado pelo método direto, mostrou desaceleração de 1,1% no primeiro trimestre para 0,5% no segundo, enquanto, pelo método indireto, a redução foi menos intensa, de 0,8% para 0,4%. Ao se excluir a agropecuária, setor com forte padrão sazonal no primeiro trimestre, a diferença entre os métodos quanto à intensidade da desaceleração se amplia. O PIB ex-agropecuária desacelerou de 0,9% para 0,1%, segundo o ajuste direto, ao passo que, pelo método indireto, a variação passou de 0,7% para 0,2%. Apesar das diferenças de magnitude, ambos os métodos apontam desaceleração relevante da atividade no segundo trimestre (Gráficos 1.2.3 e 1.2.4).

4/ De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal (PIM-IBGE), a produção da indústria extrativa cresceu 2,0% no segundo trimestre, ante o trimestre anterior, na série com ajuste sazonal. As altas foram de 3,5% na extração de petróleo e gás natural e de 1,4% na extração de minerais.

5/ A partir da classificação dos setores mais e menos sensíveis ao ciclo econômico, discutida em diversas edições anteriores do Relatório. As atividades menos cíclicas são: agropecuária; indústria extrativa; atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados; atividades imobiliárias; e serviços públicos (administração, defesa, saúde e educação públicas e seguridade social).

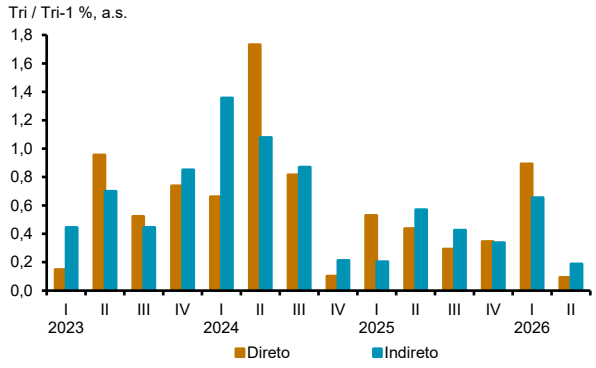
6/ Ver boxe Ajuste sazonal e incerteza sobre a intensidade da desaceleração do PIB no início de 2026 do RPM de março de 2026, que analisa as diferenças no crescimento trimestral do PIB decorrentes da escolha do método de ajuste sazonal.

Gráfico 1.2.3 – PIB - ajuste direto e indireto



Fontes: IBGE e BC

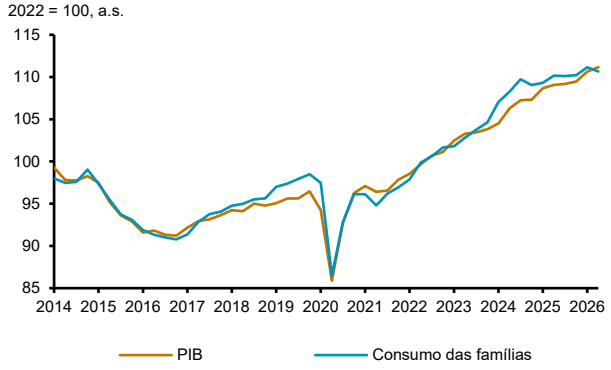
Gráfico 1.2.4 – PIB ex-agro - ajuste direto e indireto



Fontes: IBGE e BC

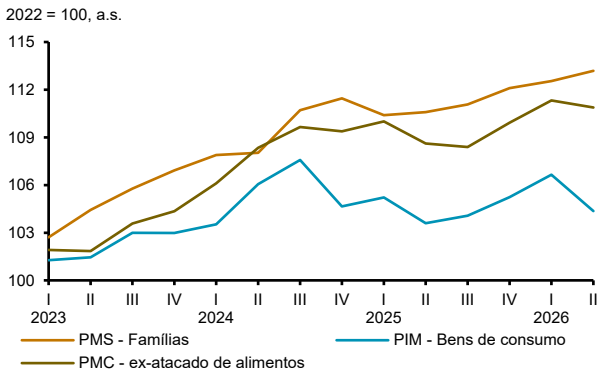
O consumo das famílias recuou no segundo trimestre, com o arrefecimento do impulso de medidas que elevaram a renda disponível. Após crescer 0,8% no primeiro trimestre, apoiado por medidas como o reajuste do salário-mínimo e a isenção ou redução do Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) para as faixas iniciais de renda, o consumo caiu 0,4% no segundo (Gráfico 1.2.5). Embora essas medidas continuem sustentando o nível de renda, sua contribuição para a variação do consumo entre o primeiro e o segundo trimestres foi menor. Adicionalmente, o mercado de trabalho mostrou sinais de acomodação no período, com recuo do rendimento médio e alta contida da população ocupada,[7] enquanto o endividamento das famílias permaneceu em patamar elevado. A contração do consumo parece ter se concentrado em bens: a produção de bens de consumo e as vendas do comércio varejista recuaram no segundo trimestre, ao passo que o volume de serviços prestados às famílias registrou crescimento ligeiramente superior ao observado no trimestre anterior (Gráfico 1.2.6).

Gráfico 1.2.5 – PIB e consumo das famílias



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.6 – Indicadores de consumo das famílias

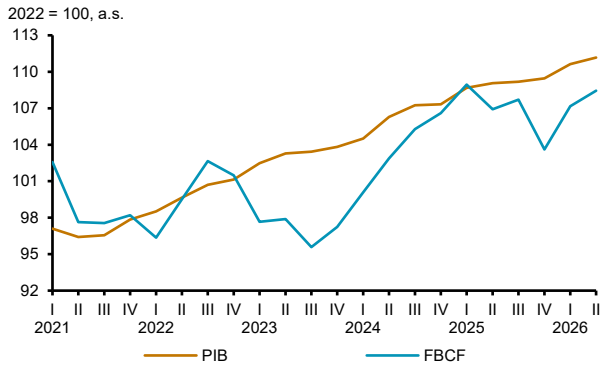


Fontes: IBGE e BC

A FBCF avançou no segundo trimestre, embora em ritmo menor do que no trimestre anterior. O crescimento passou de 3,4% no primeiro trimestre para 1,2% no segundo (Gráfico 1.2.7). No segmento de máquinas e equipamentos, os indicadores apresentaram sinais mistos: a produção doméstica de bens de capital avançou, enquanto as importações recuaram, após a forte alta no primeiro trimestre associada à entrada de uma plataforma de petróleo (Gráfico 1.2.9). Na construção, os indicadores também foram heterogêneos e não apontaram para contribuição positiva relevante: o valor adicionado bruto (VAB) do setor e a produção de insumos típicos recuaram, ao passo que a massa salarial avançou (Gráfico 1.2.10). A receita dos serviços de tecnologia da informação manteve trajetória de crescimento, indicando nova contribuição positiva para a FBCF. Como proporção do PIB, a FBCF avançou ligeiramente no segundo trimestre, permanecendo abaixo da média histórica (Gráfico 1.2.8).

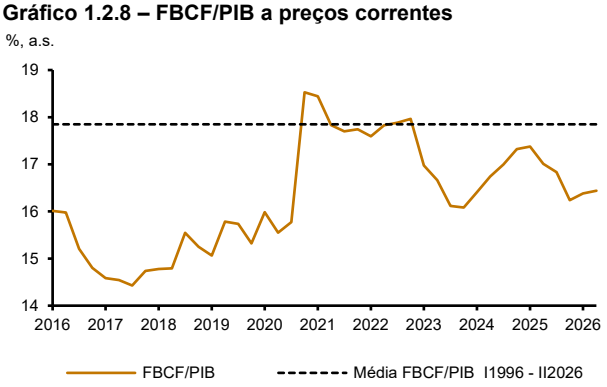
7/ Ver a subseção Mercado de trabalho deste capítulo.

Gráfico 1.2.7 – PIB e FBCF



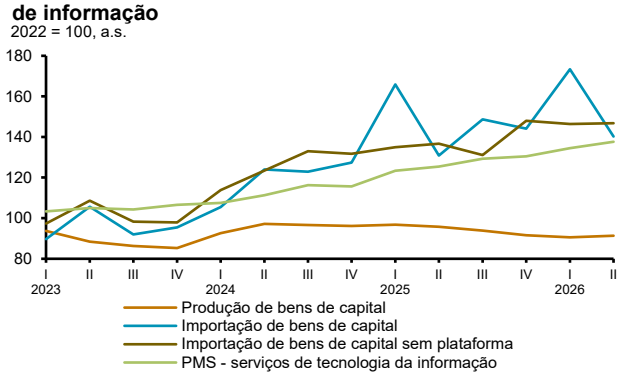
Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.8 – FBCF/PIB a preços correntes



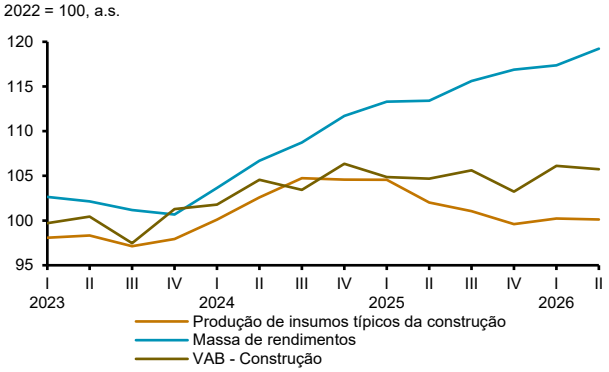
Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.9 – Máquinas e equipamentos e sistemas de informação



Fontes: IBGE e BC (metodologia Funcex)

Gráfico 1.2.10 – Indicadores da construção



Fonte: IBGE

No setor externo, houve novo recuo nas exportações no segundo trimestre, enquanto as importações cresceram em ritmo menor. Após queda de 2,1% no primeiro trimestre, as exportações diminuíram 0,8% no segundo. Esse recuo foi bastante influenciado pela queda no embarque de produtos básicos, que mesmo assim continuam em nível elevado. As importações, por sua vez, avançaram 1,8%, após alta de 4,2% no trimestre anterior. O crescimento foi sustentado pelas aquisições de serviços, de bens intermediários e de bens de consumo duráveis, que mais do que compensaram os recuos nas importações de combustíveis e de bens de capital.

Indicadores mensais, em especial o IBC-Br e seus componentes, também apontam moderação da atividade econômica no segundo trimestre. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) avançou 0,2% no período, após crescimento de 1,2% no primeiro trimestre, com desaceleração nos três grandes setores — agropecuária, indústria e serviços (Gráfico 1.2.11). Os indicadores setoriais, de modo geral, reforçam o diagnóstico. A indústria de transformação e o comércio varejista, nos conceitos restrito e ampliado excluindo atacado de alimentos, recuaram no segundo trimestre, após crescerem mais de 1% no trimestre anterior. Em contraste, o volume de serviços voltou a crescer, após a contração registrada no primeiro trimestre, com ligeira aceleração dos serviços prestados às famílias (Gráfico 1.2.12).[8]

8/ De acordo com dados da PIM-IBGE, Pesquisa Mensal do Comércio (PMC-IBGE) e Pesquisa Mensal de Serviços (PMS-IBGE).

Gráfico 1.2.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br)

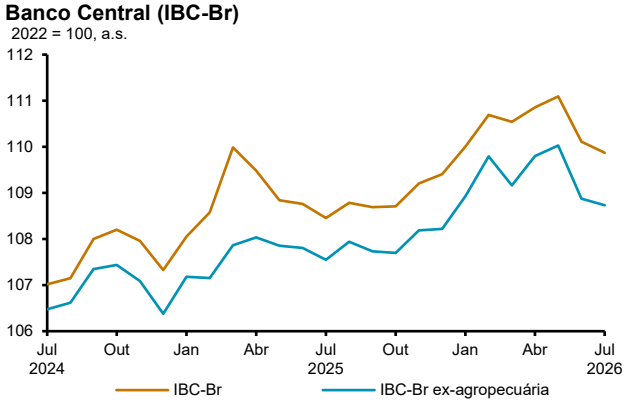
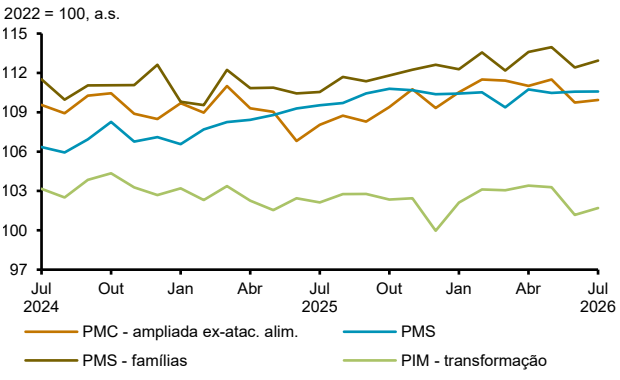


Gráfico 1.2.12 – Indicadores de atividade econômica



Fontes: IBGE e BC

Os dados disponíveis para julho e agosto apresentaram sinais mistos, mas, considerados em conjunto, apontam para nova moderação da atividade no terceiro trimestre. Em julho, o IBC-Br recuou 0,2%, enquanto o IBC-Br ex-agropecuária apresentou queda de 0,1%, deixando carregamentos estatísticos de -0,7% e -0,8%, respectivamente, para o terceiro trimestre. As pesquisas conjunturais de julho indicaram crescimento moderado da indústria de transformação e estabilidade dos serviços. No comércio, observou-se recuo no conceito restrito e ligeira expansão no conceito ampliado com exclusão do atacado de alimentos. Como resultado, o carregamento estatístico para o terceiro trimestre ficou negativo na indústria de transformação, no comércio restrito e no comércio ampliado excluindo o atacado de alimentos, e nulo nos serviços (Gráfico 1.2.12). Para agosto, os indicadores coincidentes mostram variações predominantemente positivas, sugerindo crescimento da atividade econômica no mês (Tabela 1.2.2).

Tabela 1.2.2 – Indicadores coincidentes da atividade

Dados dessazonalizados

Variação %

Discriminação	2026								
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Jul-Ago [1]
Circulação de veículos pesados	2,1	0,6	2,1	-1,5	0,7	-0,6	-0,5	0,7	-0,3
Expedição de papelão ondulado	2,6	0,3	0,6	2,1	-1,7	0,0	-0,4	-1,6	-1,7
Produção de veículos leves	-2,0	9,5	10,1	-6,5	1,4	1,8	-2,9	2,4	-0,0
Produção de caminhões	29,0	-2,1	12,8	-5,5	6,8	0,5	7,8	0,0	10,5
Licenciamento de veículos	-8,7	12,3	10,0	-5,0	5,9	0,6	-5,4	1,9	-2,2
Índice Cielo de varejo ampliado	0,1	0,6	-1,2	-0,0	-0,5	-0,2	0,5	0,0	0,2
IGET ampliado	-3,3	0,3	-0,9	0,6	2,1	-1,4	0,1	0,4	0,0
IGET serviços às famílias	4,3	-5,3	0,9	2,2	0,2	-5,3	2,5	3,4	0,5
IDAT bens[2]	2,5	-0,5	0,5	-0,9	-0,9	-0,7	-1,2	1,8	-1,1
IDAT serviços[2]	-0,6	-0,3	3,0	0,6	-1,8	-1,8	0,1	3,7	0,1

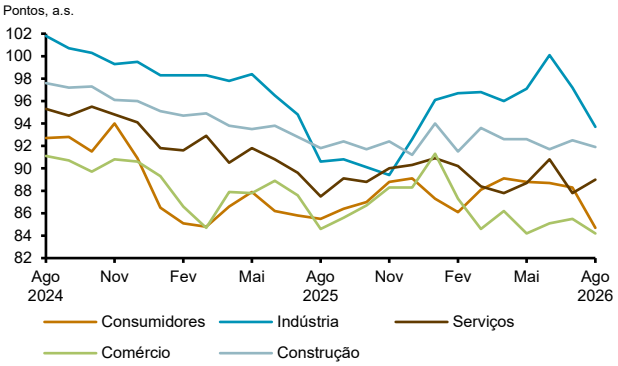
Fontes: ABCR, ABPO/Empapel, Anfavea, Fenabrave, Cielo, Santander e Itaú.

[1] Média de julho e agosto de 2026 ante 2º tri de 2026.

[2] Meios de pagamentos expandidos.

Os índices de confiança de consumidores e empresários reforçam os sinais de moderação da atividade no terceiro trimestre. Em agosto, a confiança dos consumidores recuou, assim como a dos empresários de todos os setores, com exceção do setor de serviços. Desde o RPM anterior, ocorreram quedas expressivas na confiança dos consumidores e dos empresários da indústria de transformação. Na construção, o recuo foi mais moderado, enquanto os níveis de confiança nos setores de comércio e serviços permaneceram relativamente estáveis (Gráfico 1.2.13).

Gráfico 1.2.13 – Índices de confiança



Fonte: FGV Dados

A desaceleração no segundo trimestre, que deve prosseguir no terceiro, faz parte de um quadro mais amplo de diminuição do dinamismo da atividade econômica desde o final de 2024, quando teve início um ciclo de aperto monetário. O crescimento médio trimestral do PIB passou de 1,0% entre o quarto trimestre de 2023 e o terceiro trimestre de 2024 para 0,5% entre o quarto trimestre de 2024 e o segundo trimestre de 2026. Nesse contexto, as fortes altas observadas nos primeiros trimestres de 2025 e de 2026 aparecem como exceções à tendência recente de crescimento mais moderado.[9] Esse padrão de diminuição do crescimento entre os dois períodos citados é ainda mais acentuado entre os componentes mais cíclicos da economia: de 1,2% para 0,2%. A moderação também é clara nos principais componentes da demanda doméstica: o crescimento médio trimestral do consumo das famílias recuou de 1,4% para 0,1%, enquanto o da FBCF passou de 2,4% para 0,4%.

Conforme detalhado em boxe deste RPM, a projeção de crescimento do PIB para 2026 foi revisada de 2,0% para 1,8%, enquanto a estimativa inicial para 2027 é de 1,4%. A revisão para 2026 reflete tanto os primeiros indicadores do terceiro trimestre, que apontam atividade mais fraca do que o anteriormente esperado, quanto a composição do resultado do PIB no segundo trimestre, cuja abertura revelou perda de dinamismo mais intensa do que a sugerida pelo dado agregado. Para 2027, projeta-se crescimento moderado ao longo do ano, em ambiente caracterizado por política monetária contracionista, reduzida ociosidade dos fatores de produção, expectativa de diminuição dos impulsos fiscal e creditício e cenário externo ainda bastante incerto. Adicionalmente, espera-se contribuição limitada da agropecuária para o crescimento, diante de riscos climáticos superiores aos usuais associados à previsão de um *El Niño* intenso,[10] além de condições menos favoráveis à atividade do setor, decorrentes dos elevados preços dos insumos e do alto nível de endividamento dos produtores.

Mercado de trabalho

O mercado de trabalho continua aquecido, mas algumas variáveis trazem indícios de moderação. A taxa de desocupação ficou estável no trimestre finalizado em julho, em nível historicamente baixo. A participação dos desligamentos voluntários no total de desligamentos continuou elevada, sinalizando manutenção de condições favoráveis à mobilidade dos trabalhadores. Por outro lado, apesar de continuar positiva, a geração de empregos com carteira diminuiu, enquanto as medidas de salário real evoluíram de forma mais contida.

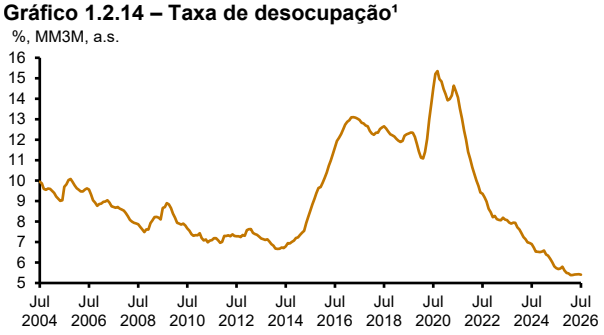
A taxa de desocupação se manteve no mínimo histórico. De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), a taxa de desocupação situou-se em 5,4% no trimestre encerrado

9/ As fortes altas transitórias parecem refletir, em parte, o desempenho da agropecuária e o processo de ajuste sazonal. Esses movimentos tornam-se menos pronunciados quando se exclui a agropecuária e se utiliza ajuste sazonal indireto (Gráfico 1.2.4).

10/ O boxe Efeito dos eventos El Niño e La Niña sobre a produtividade das principais lavouras brasileiras neste RPM indica que os efeitos do *El Niño* sobre a produtividade agrícola diferem entre culturas e regiões. Os impactos adversos são mais disseminados sobre milho, algodão e arroz, ao passo que, para a soja, os efeitos variam entre estados e tendem a se compensar parcialmente no agregado nacional.

em julho, o mesmo patamar do trimestre anterior e o menor nível das últimas décadas (Gráfico 1.2.14).[11] A estabilidade da taxa de desocupação decorreu do incremento de 0,3% tanto da população ocupada quanto da força de trabalho, ritmo praticamente igual ao registrado no trimestre anterior, quando ambas cresceram 0,2%. O aumento da ocupação concentrou-se no segmento informal, que cresceu 0,5%, ante 0,1% no formal. A taxa de participação na força de trabalho avançou 0,1 p.p., para 62,2%, mas permaneceu abaixo dos níveis observados em meados de 2022 e antes da pandemia (Gráfico 1.2.15).

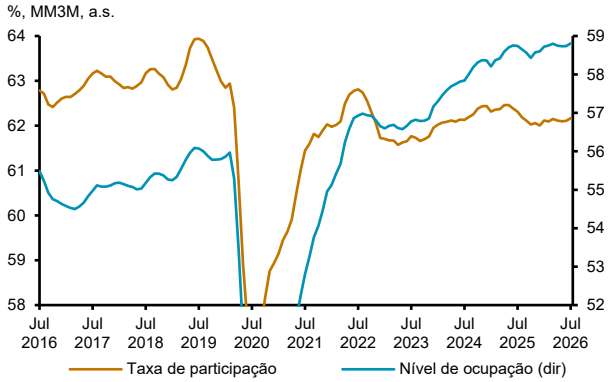
Gráfico 1.2.14 – Taxa de desocupação[1]



[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

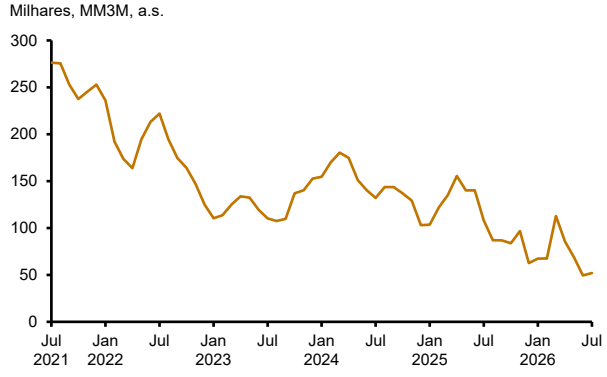
Gráfico 1.2.15 – Taxa de participação e nível de ocupação



Fonte: IBGE

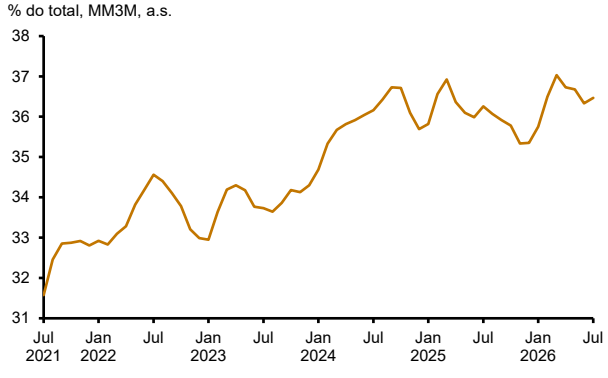
O emprego com carteira desacelerou, mas segue crescendo mais que a população em idade de trabalhar. Segundo dados do Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged), dessazonalizados pelo BC, foram gerados, em média, 52 mil empregos por mês no trimestre maio-julho, abaixo tanto dos 86 mil verificados no trimestre terminado em abril quanto dos 68 mil nos três meses encerrados em janeiro (Gráfico 1.2.16). Setorialmente, a maior parte dos empregos gerados no trimestre concentrou-se no setor de serviços, enquanto comércio e indústria tiveram contribuição modesta. No acumulado do ano até julho, o saldo de empregos atingiu 958 mil, o menor para o período desde 2021 e 385 mil abaixo do registrado no mesmo período de 2025. Apesar do menor saldo, o ritmo de geração observado no último trimestre equivale a uma taxa de crescimento anualizada de 1,3% do estoque de vínculos formais, superior ao aumento de 0,8% da população em idade de trabalhar (PIT). Além disso, a participação dos desligamentos voluntários no total de desligamentos permaneceu elevada, consistente com a continuidade de condições favoráveis à mobilidade dos trabalhadores (Gráfico 1.2.17).

Gráfico 1.2.16 – Geração de emprego formal



Fonte: MTE

Gráfico 1.2.17 – Taxa de desligamento voluntário



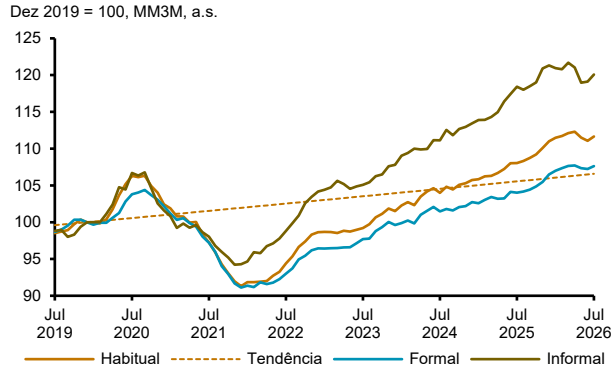
Fonte: MTE

O rendimento médio real do trabalho, que exibia tendência de crescimento desde 2022, recuou na margem no trimestre encerrado em julho. Entre abril de 2022 e abril de 2026, o rendimento médio real habitual do trabalho, medido pela PNAD Contínua, cresceu por dezessete trimestres seguidos. Nesse período, o crescimento trimestral médio foi 1,2%, equivalendo a uma taxa anualizada de quase 5%. No trimestre encerrado em julho deste ano, contudo, essa medida do rendimento médio do trabalho recuou 0,6%, com a queda concentrada nos rendimentos dos trabalhadores informais. Na comparação interanual, a variação

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

ainda é elevada: o rendimento médio real habitual cresceu 3,3% no trimestre finalizado em julho, ante 5,3% no trimestre anterior. Em perspectiva mais longa, o rendimento médio real encontra-se 12,5% acima da média de 2019 e 4,8% acima do nível indicado pela extrapolação da tendência de crescimento do período pré-pandemia, de 2017 a 2019 (Gráfico 1.2.18).

Gráfico 1.2.18 – Rendimento médio real do trabalho



Fontes: IBGE e BC

O salário médio de admissão no setor privado formal também recuou no último trimestre. Segundo o Novo Caged, a média dos salários reais de admissão (dados dessazonalizados) recuou 0,1% no trimestre encerrado em julho, após queda de 0,3% no trimestre anterior (Gráfico 1.2.19).[12] Foi a primeira vez desde abril de 2023 em que foi observada diminuição dos salários em dois trimestres consecutivos. Nos onze trimestres de julho de 2023 a janeiro de 2026 houve nove altas, uma queda e um trimestre com estabilidade. Apesar da diminuição na ponta, o salário médio de admissão ainda cresce na comparação com igual período do ano anterior: houve aumento real de 1,3% (correspondente a alta nominal de 5,9%). Essa taxa é 0,5 p.p. inferior à variação registrada no trimestre finalizado em abril e menor do que o crescimento indicado pela PNAD Contínua. Todavia, as taxas de crescimento do rendimento médio, de acordo com a PNAD Contínua, e do salário médio de admissão, segundo o Novo Caged, continuam superando a tendência de crescimento da produtividade do trabalho.[13]

Os reajustes salariais negociados no setor privado continuam indicando ganhos médios acima da inflação. Os reajustes salariais nominais captados pelas Convenções Coletivas de Trabalho (CCT), que abrangem o mercado formal privado, foram, em média, de 5,1% no trimestre junho-agosto (Gráfico 1.2.20), com 82% das negociações superando a inflação passada.[14] Em termos reais, o reajuste médio no trimestre foi de 1,0%, ligeiramente acima dos 0,8% observados no mesmo período do ano anterior, quando os reajustes nominais haviam sido de 5,8%. Boxe neste Relatório apresenta indicadores construídos com base nas CCT e analisa sua relação com a inflação.[15]

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.

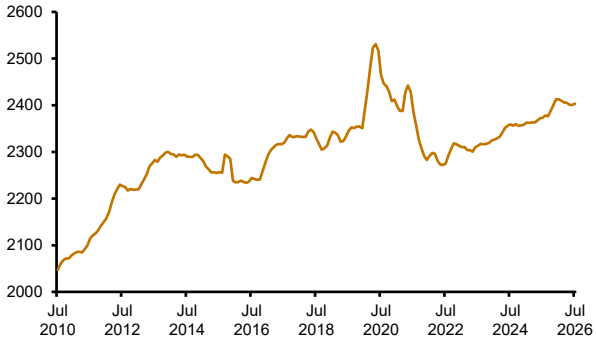
13/ Segundo o boxe Evolução recente da produtividade do trabalho do RPM de março deste ano, a produtividade média do trabalho cresceu em média 0,6% ao ano entre 2020 e 2025 e decorreu sobretudo de efeitos de composição — com a realocação do emprego para atividades mais produtivas — e do desempenho favorável da produtividade na agropecuária. O crescimento da produtividade do trabalho foi 0,6% em 2025 e 0,4% nos quatro trimestres encerrados no segundo trimestre de 2026. Respectivamente nos mesmos períodos, o rendimento médio real habitual de acordo com a PNAD Contínua cresceu 4,0% e 4,3%, enquanto o salário médio real de admissão segundo o Novo Caged avançou 1,3% e 1,5%.

14/ Referem-se à média simples dos reajustes nominais das convenções coletivas de trabalho 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.

15/ Ver boxe Estimativa dos reajustes salariais a partir das convenções coletivas de trabalho, neste RPM.

Gráfico 1.2.19 – Salário de admissão

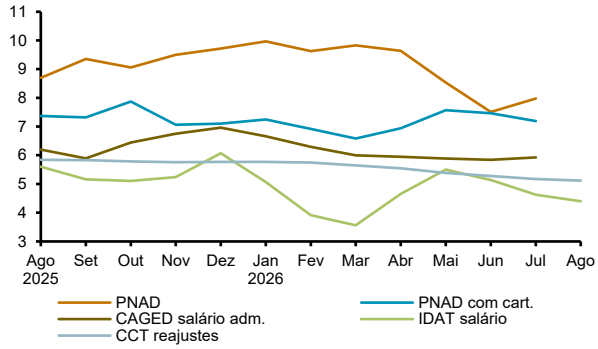
Reais de jul 2026, MM3M, a.s.



Fonte: MTE

Gráfico 1.2.20 – Salários e rendimentos

var% interanual, nominal, MM3M



Fontes: IBGE, MTE, Itaú e BC

Nesse ambiente de mercado de trabalho aquecido, mas com sinais de moderação, a renda das famílias recuou no trimestre encerrado em julho, com redução pontual dos benefícios sociais. Considerando o conceito restrito e descontando os efeitos sazonais, a estimativa da Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias (RNDBF) – que inclui, além do rendimento do trabalho, outras fontes de renda – recuou 0,8% em termos reais no período, após ter crescido 1,7% no trimestre anterior (Gráfico 1.2.21).[16] A diminuição da RNDBF foi influenciada pelo pagamento extraordinário de precatórios no trimestre anterior, que elevou a base de comparação.[17] Apesar da queda na margem, a RNDBF, assim como a massa de rendimentos do trabalho segundo a PNAD Contínua, segue crescendo em termos reais na comparação interanual (Gráfico 1.2.22).

Gráfico 1.2.21 – Renda nacional disponível bruta das famílias restrita

R$ bilhões de mai-jul 2026, MM3M, a.s.

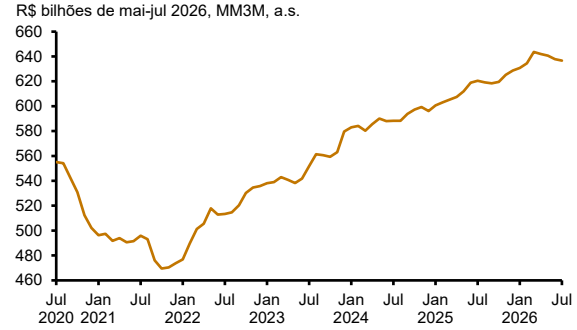
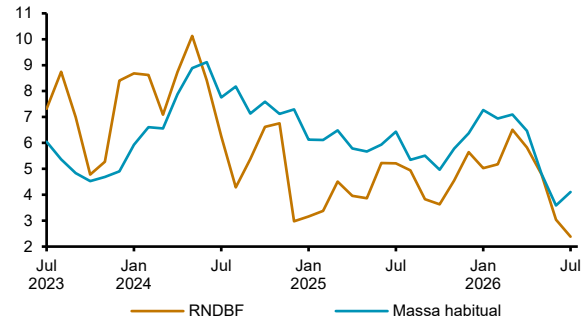


Gráfico 1.2.22 – Renda nacional disponível bruta das famílias restrita e massa de rendimentos habitual

%, Variação interanual real, MM3M



Fontes: BC e IBGE

Crédito

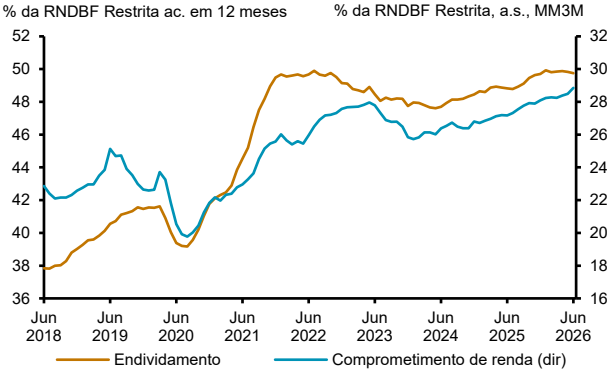
Em contexto de política monetária restritiva, o mercado de crédito continua exibindo sinais de desaceleração e o endividamento segue pressionando a condição financeira de famílias e empresas. O endividamento permaneceu em patamar historicamente alto, enquanto o comprometimento de renda e a inadimplência atingiram novos recordes. As concessões de crédito livre a pessoas físicas recuaram e, tanto nas contratações das famílias quanto nas das empresas, houve maior participação de modalidades emergenciais ou de curto prazo. Em sentido oposto, as concessões de crédito direcionado permaneceram elevadas, sustentadas pelo financiamento imobiliário às famílias e pelos fundos garantidores para empresas. Por fim, o crescimento do saldo de crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN), que vinha diminuindo nos últimos trimestres, variou apenas marginalmente nos últimos meses, mas com continuidade da desaceleração do crédito livre.

16/ Estimativa mensal da RNDBF calculada pelo BC. Mais informações na Nota Técnica número 55, de dezembro de 2021.

17/ Referem-se a precatórios de origem previdenciária e de assistência social. Os precatórios de origem trabalhista não entram no cálculo da RNDBF, uma vez que a fonte de dados utilizada para os rendimentos do trabalho é a PNAD Contínua.

Os níveis elevados de endividamento e de custo do crédito seguem pressionando o comprometimento de renda das famílias. O endividamento mantém-se em patamar historicamente alto desde o final de 2021 e atingiu 49,9% em janeiro deste ano, recorde da série, com relativa estabilidade desde então. O comprometimento da renda, por sua vez, aumentou nos últimos meses, alcançando 28,9% em junho, o maior valor da série (Gráfico 1.2.23). O processo de inclusão bancária, aliado a inovações tecnológicas e a condições favoráveis no mercado de trabalho, impulsionou o acesso das famílias ao crédito, contribuindo para a elevação do endividamento e do comprometimento de renda nos últimos anos. Mais recentemente, o aumento do custo do crédito ao longo do ciclo de aperto monetário e a expansão da demanda por crédito emergencial, tipicamente mais caro, também contribuíram para a elevação do comprometimento da renda ao nível recorde atual.

Gráfico 1.2.23 – Endividamento e comprometimento de renda



A inadimplência do crédito no SFN continua subindo e atingiu novo recorde, impulsionada, principalmente, pelos atrasos no segmento de pessoas físicas. Em julho, o indicador atingiu 4,9% da carteira, o maior valor da série histórica (Gráfico 1.2.24). Parte desse aumento decorreu das mudanças regulatórias introduzidas pela Resolução CMN 4.966 em janeiro de 2025. Estima-se que a adoção dos novos critérios pelas instituições financeiras representou cerca de 40% do aumento na taxa de inadimplência da carteira de crédito apurado entre dezembro de 2024 e junho de 2026.[18] Em contexto de elevado endividamento e de política monetária restritiva, a taxa de inadimplência no crédito livre a pessoas físicas atingiu 7,8%, também o maior nível da série. A alta foi disseminada entre as modalidades de crédito e ocorreu apesar de algum impacto para baixo das renegociações realizadas no âmbito do Novo Desenrola. Entre as operações com recursos direcionados a pessoas físicas, após se estabilizar em torno de 7,5% ao longo do primeiro semestre, a inadimplência no crédito rural voltou a subir e atingiu 8,8% em julho, novo máximo da série (Gráfico 1.2.25). No crédito a pessoas jurídicas, o percentual de operações com atrasos superiores a 90 dias aumentou 0,2 p.p. entre abril e julho, tanto na carteira livre quanto na direcionada.

Gráfico 1.2.24 – Inadimplência - crédito no SFN

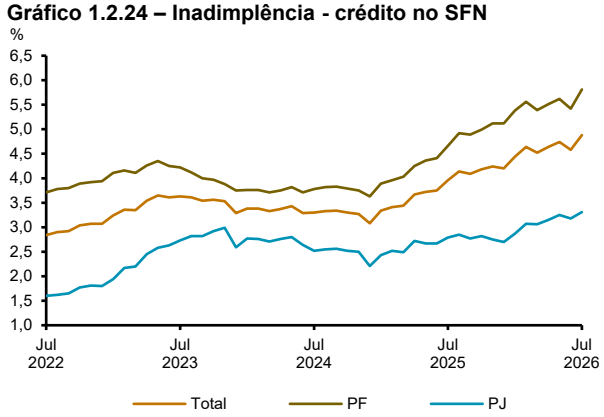
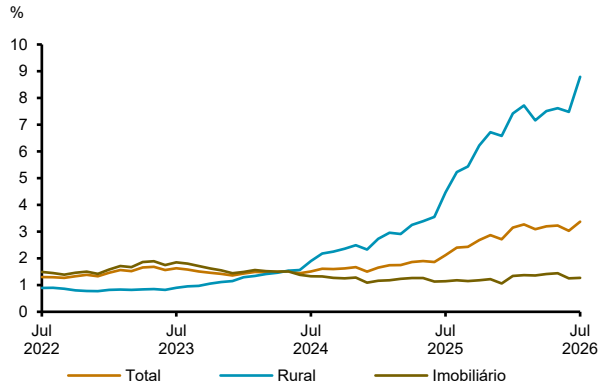


Gráfico 1.2.25 – Inadimplência - crédito direcionado PF

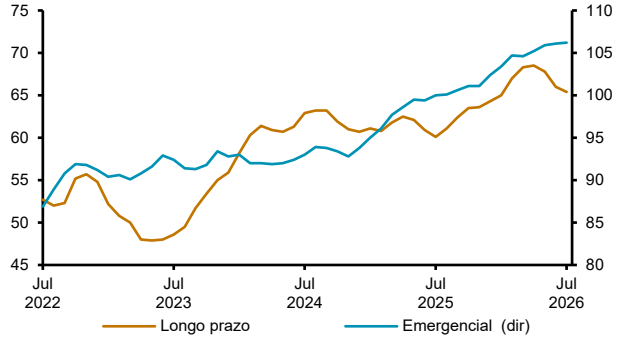


18/ Conforme metodologia descrita no boxe Impacto na taxa de inadimplência decorrente das novas regras de contabilização de instrumentos financeiros, do RPM de setembro de 2025.

As concessões de crédito livre a pessoas físicas recuaram no trimestre encerrado em julho e apresentaram composição mais onerosa. O volume contratado recuou 1,3% no período, ante alta de 1,9% no trimestre anterior. A retração alcançou as principais modalidades do crédito de longo prazo (Gráfico 1.2.26), com destaque para a queda nas operações do crédito consignado para trabalhadores do setor privado, cujo volume havia crescido significativamente entre janeiro e abril (Gráfico 1.2.27). Por outro lado, as modalidades do crédito emergencial continuaram em expansão, ainda que em ritmo mais moderado. Essa maior participação das modalidades de custo mais elevado, aliada aos níveis recordes de comprometimento de renda e de inadimplência, reforça a pressão financeira sobre as famílias.

Gráfico 1.2.26 – Concessão de crédito livre - PF

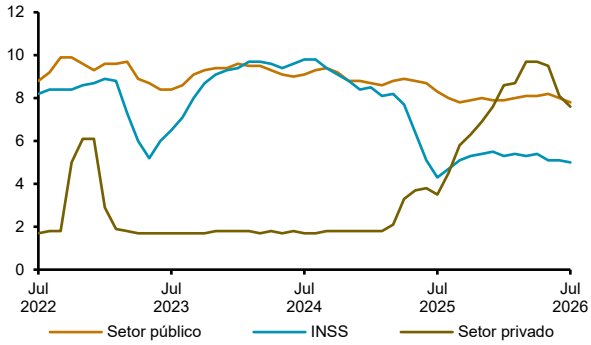
R$ bilhões de jul 2026, a.s., MM3M



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

Gráfico 1.2.27 – Concessão de crédito livre - PF - Consignado

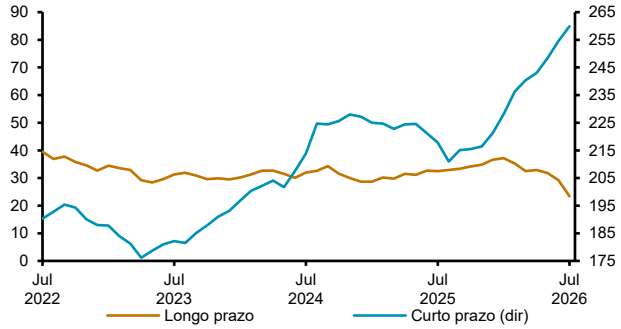
R$ bilhões de jul 2026, a.s., MM3M



No financiamento das empresas, as concessões de crédito com recursos livres cresceram nas linhas de curto prazo, enquanto as captações no mercado de capitais doméstico recuaram mais uma vez. No trimestre encerrado em julho, houve aumento nas concessões em linhas de curto prazo, como antecipação de faturas de cartão, capital de giro com prazo de até um ano e cheque especial (Gráfico 1.2.28). Em linha com o bom desempenho das exportações, as empresas também ampliaram o uso do Adiantamento sobre Contratos de Câmbio (ACC) e do financiamento às exportações. Em sentido contrário, as contratações de crédito de longo prazo apresentaram forte retração, com destaque para as operações de capital de giro com prazo superior a um ano e para o financiamento de veículos. Este último possivelmente foi afetado pela concorrência com a linha de crédito direcionado Move Brasil, voltada ao financiamento de caminhões, ônibus e implementos rodoviários. No segmento não bancário, as emissões de títulos no mercado de capitais doméstico diminuíram no trimestre findo em julho ante o anterior e permaneceram abaixo dos níveis observados no ano anterior (Gráfico 1.2.29).

Gráfico 1.2.28 – Concessão de crédito livre - PJ

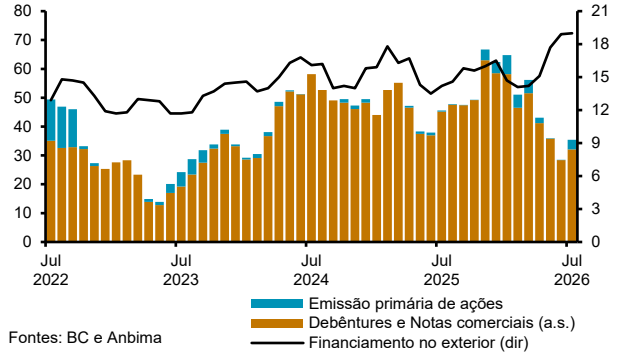
R$ bilhões de jul 2026, a.s., MM3M



Mod. longo prazo: cap. de giro (> 1 ano), financ. e arrend. mercantil de veículo e out. bens. Mod. curto prazo: desconto de recebíveis, cap. de giro (< 1 ano), conta garantida e ch. especial, vendor, compror e cartão à vista.

Gráfico 1.2.29 – Financiamentos corporativos não bancários

R$ bilhões de jul 2026, MM3M — US$ bilhões, MM3M, a.s.

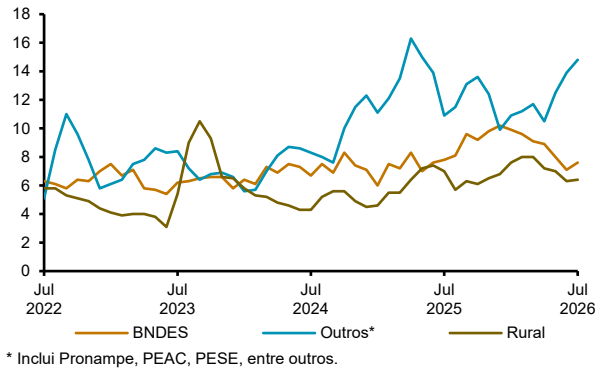


Fontes: BC e Anbima

As concessões do crédito direcionado permaneceram elevadas, sustentadas pelas operações com fundos garantidores para empresas e pelo financiamento imobiliário às famílias. O crescimento recente foi, em parte, impulsionado pelo programa Desenrola para Micro e Pequenas Empresas, que ampliou os limites de contratação de empréstimos com garantia no Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe). A ampliação das contratações no âmbito do Pronampe compensou o arrefecimento observado nas operações do Programa Emergencial de Acesso a Crédito (PEAC-FGI) no trimestre. Por sua vez, o volume de novas operações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e do

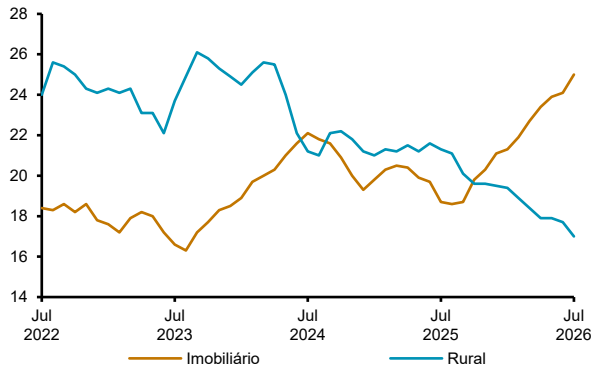
crédito rural recuou pelo segundo trimestre consecutivo (Gráfico 1.2.30). No segmento de pessoas físicas, as concessões do crédito imobiliário continuaram a trajetória de crescimento observada desde meados do ano passado, com aumento dos financiamentos com recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e do Sistema Financeiro de Habitação (SFH). Em sentido oposto, as contratações do crédito rural para pessoas físicas vêm diminuindo desde 2024 (Gráfico 1.2.31). Além da migração de parte da demanda por financiamento para o mercado de capitais, a carteira rural tem sido pressionada pelo aumento da inadimplência.

Gráfico 1.2.30 – Concessão de crédito direcionado - PJ
R$ bilhões de jul 2026, a.s., MM3M



* Inclui Pronampe, PEAC, PESE, entre outros.

Gráfico 1.2.31 – Concessão de crédito direcionado - PF
R$ bilhões de jul 2026, a.s., MM3M



A desaceleração do saldo de crédito no SFN em curso desde o ano passado, puxada pelo segmento com recursos livres, atenuou-se no último trimestre. A taxa de crescimento do saldo total de crédito, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, chegou a 12% na primeira metade de 2025 e diminuiu desde então, influenciada pelo movimento do crédito com recursos livres (Gráfico 1.2.32). No trimestre mais recente, essa desaceleração arrefeceu, com a taxa de crescimento passando de 9,6% em abril para 9,5% em julho. Nesse intervalo, a variação de livres diminuiu apenas moderadamente, de 7,5% para 7,0%. Apesar da queda, o ritmo de expansão do crédito ainda é relevante, mantendo a razão entre o saldo de crédito e o PIB relativamente estável em nível próximo ao máximo histórico, registrado em dezembro de 2025 (Gráfico 1.2.33).

Gráfico 1.2.32 – Saldo do crédito do SFN
Variação em 12 meses
%

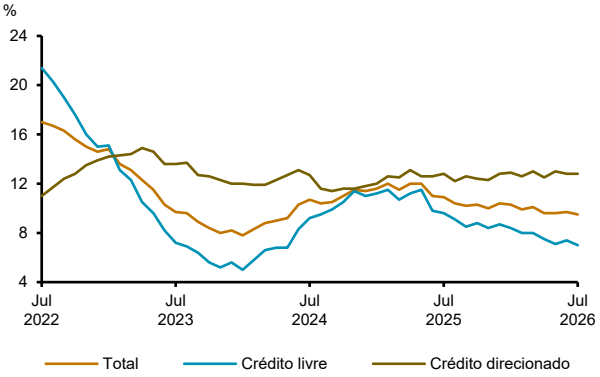
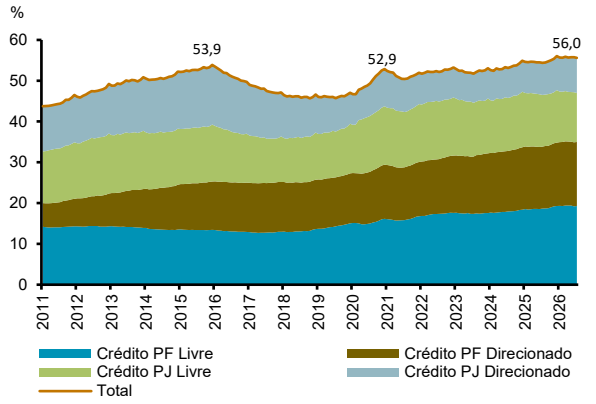


Gráfico 1.2.33 – Saldo do crédito do SFN / PIB
%



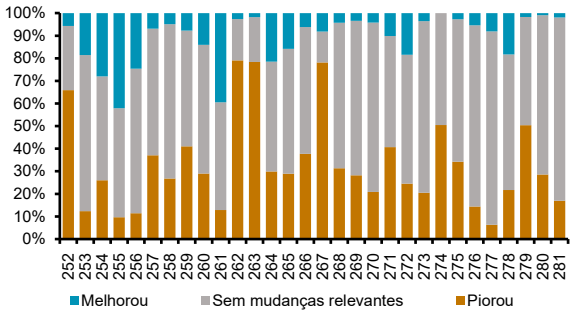
A projeção do crescimento do crédito em 2026 mudou pouco, mas com revisão maior nos componentes. Como detalhado em boxe neste RPM, a previsão de crescimento do saldo de crédito em 2026 foi alterada marginalmente, de 9,0% para 9,1%. Novamente, houve revisão para cima no crédito direcionado e para baixo no crédito livre. O boxe também traz a primeira projeção para o crédito em 2027, para quando se espera crescimento nominal de 8,8% do crédito total. Em relação a 2026, projeta-se variação maior no crédito livre e menor no direcionado.

Fiscal

Persistem divergências entre as projeções do governo e as dos analistas de mercado, sobretudo quanto ao resultado primário de 2027 e à trajetória da dívida pública no médio prazo. Para 2026, ambos projetam o cumprimento da meta estabelecida na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), em patamar próximo ao

piso do intervalo de tolerância. Para 2027, as diferenças são mais acentuadas: o governo projeta superávit e cumprimento da meta, enquanto a mediana das projeções de mercado aponta déficit e resultado abaixo do piso na métrica de aferição. O cenário do governo indica que a dívida pública aumenta nos próximos anos e passa a recuar ainda no horizonte de projeção. Contudo, a mediana das projeções de analistas econômicos aponta trajetória ascendente da dívida pública, sem estabilização na próxima década. Por fim, nas duas edições do Questionário Pré-Copom (QPC) desde o RPM anterior, a maioria dos respondentes avaliou que não houve mudanças relevantes na situação fiscal, após a deterioração da percepção registrada em junho (Gráfico 1.2.34).

Gráfico 1.2.34 – 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 setor público consolidado registrou, no acumulado dos sete primeiros meses de 2026, déficit primário superior ao observado no mesmo período do ano anterior. A piora foi generalizada entre os componentes (Tabela 1.2.3), com aumento dos déficits do Governo Central (R$13 bilhões) e das empresas estatais (R$2 bilhões), bem como redução do superávit dos governos regionais (R$18 bilhões), movimento que possivelmente está associado a gastos mais elevados em ano eleitoral.

Tabela 1.2.3 – Necessidades de Financiamento do Setor Público – Resultado primário
Acumulado no ano até julho

R$ bilhões

Segmento	2024	2025	2026
Governo Central	79	69	82
d/q Governo Federal	-142	-178	-177
d/q INSS	221	246	258
Governos regionais	-22	-32	-14
Empresas estatais	8	8	10
Total	65	45	79

Valores positivos indicam déficit e negativos indicam superávit

No âmbito do Governo Central, o aumento das despesas superou o crescimento significativo da receita. No acumulado do ano até julho, a receita líquida cresceu 5,9% em termos reais, sustentada pela arrecadação de tributos mais correlacionados à atividade econômica e ao mercado de trabalho (Tabela 1.2.4), como o Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), com crescimento de 4,2%, e a receita previdenciária, com alta de 6,2%. Também contribuíram o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), ainda influenciado pela elevação das alíquotas em meados de 2025, e o imposto de exportação incidente sobre petróleo bruto, instituído em março deste ano como parte das medidas adotadas para mitigar os efeitos do conflito no Oriente Médio. Pelo lado das despesas, cujo crescimento alcançou 6,2%, benefícios previdenciários, pessoal e outras obrigatórias mantiveram expansão real expressiva, de 4,0%, 6,7% e 3,9%, respectivamente, acima do limite máximo preconizado pelo arcabouço fiscal para a despesa total (2,5%). As despesas discricionárias, por sua vez, avançaram 44,6% em termos reais, refletindo, principalmente, a maior execução de emendas parlamentares.[19]

19/ O artigo 72, § 21, da LDO de 2026 estabeleceu que o Poder Executivo federal deveria assegurar, até o encerramento do primeiro semestre, o pagamento de 65% das dotações consignadas na Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2026 para emendas individuais e de bancada de execução obrigatória.

Tabela 1.2.4 – Resultado primário do Governo Central
Acumulado no ano até julho

R$ Bilhões - Valores correntes

	2025	2026	Var. real (%)
1. Receita Total	1.668	1.840	5,7
1.1 - Receita administrada pela RFB	1.093	1.220	6,9
1.2 - Arrecadação líquida para o RGPS	384	426	6,2
1.3 - Receitas não administradas pela RFB	190	194	-2,5
2. Transferências por repartição de receita	328	358	4,5
3. Receita líquida (1-2)	1.340	1.482	5,9
4. Despesa total	1.410	1.563	6,2
d/q Ex Precatórios	1.331	1.474	6,1
4.1 Benefícios previdenciários	630	684	4,0
d/q Ex Precatórios	599	647	3,4
4.2 Pessoal e encargos sociais	229	255	6,7
d/q Ex Precatórios	222	244	5,5
4.3 Outras despesas obrigatórias	249	269	3,9
d/q Ex Precatórios	208	228	5,2
4.4 Despesas do poder executivo sujeitas à programação financeira	302	354	12,4
d/q Bolsa Família	95	91	-8,8
d/q Discricionárias	88	133	44,6
5. Resultado primário do Governo Central - acima da linha (3 - 4)	-70	-81	12,4

Fonte: STN

O governo segue projetando o cumprimento da meta de resultado primário em 2026, agora com margem um pouco maior em relação ao limite inferior do intervalo de tolerância. No Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (RARDP) do terceiro bimestre de 2026, divulgado em julho, o déficit primário projetado para o Governo Central foi reduzido de R$60 bilhões para R$52 bilhões. Consideradas as exclusões de R$63 bilhões de despesas para fins de apuração do cumprimento da meta, o superávit nesse critério passou de R$4 bilhões para R$11 bilhões. A melhora decorreu do aumento da receita líquida projetada (R$12 bilhões), concentrado nos tributos sobre renda e lucro, superior ao acréscimo estimado das despesas totais (R$4 bilhões). A diminuição da projeção das despesas obrigatórias abriu espaço para as discricionárias dentro do limite de gastos, permitindo reduzir o bloqueio de gastos de R$24 bilhões para R$18 bilhões, ainda que a despesa total projetada tenha aumentado. A mediana das projeções do QPC, por sua vez, também indica cumprimento da meta, porém com margem menor do que a projetada pelo governo. Desde junho, os analistas revisaram para cima tanto a receita líquida quanto as despesas, resultando em melhora mais contida do déficit e do resultado compatível com a meta (Tabela 1.2.5).

Tabela 1.2.5 – Projeções para o Resultado Primário do Governo Central em 2026

R$ Bilhões - Valores correntes

	RARDP 2º bi	RARDP 3º bi	QPC - COPOM 279	QPC - COPOM 281
Receita Líquida	2.581	2.594	2.560	2.575
Despesa total	2.642	2.646	2.616	2.628
Resultado Primário	-60	-52	-61	-56
Desconto para Meta	64	63	-	-
Resultado compatível com a meta	4	11	0	4

Fontes: STN, SOF e BC

Em agosto, o governo sancionou lei que estabelece tratamento excepcional para desonerações de combustíveis em 2026 e institui mecanismos de contenção do crescimento das despesas obrigatórias, aplicáveis a partir de 2027. A Lei Complementar nº 235, de 27 de agosto de 2026, admitiu que a perda de arrecadação decorrente das reduções de tributos sobre combustíveis fosse compensada pelo aumento extraordinário de receita da União associado ao choque que motivou a desoneração.[20] A lei instituiu dois gatilhos de contenção de despesas, que passam a vigorar no exercício seguinte quando o RARDP anterior ao envio da proposta orçamentária projetar déficit primário para o Governo Central, e assim permanecem até a apuração de superávit primário anual. Ambos operam sobre despesas decorrentes de vinculações legais: o primeiro limita seu crescimento, enquanto o segundo reduz a base utilizada no cálculo das obrigações indexadas à Receita Corrente Líquida (RCL).[21] Como o RARDP do terceiro bimestre projetou déficit para 2026, os gatilhos se aplicam a 2027, quando devem reduzir o crescimento das despesas obrigatórias em aproximadamente R$9 bilhões, segundo projeções oficiais.

Para 2027, o governo projeta superávit primário, enquanto a mediana das projeções dos analistas de mercado aponta déficit. Segundo o Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) de 2027, a projeção para o resultado primário é de superávit de R$19 bilhões, acima dos R$8 bilhões estimados no Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) apresentado em abril. A melhora da projeção oficial em relação ao PLDO decorreu principalmente da revisão positiva da receita líquida (R$81 bilhões), refletindo a projeção de crescimento do PIB e a redução das transferências constitucionais e legais a governos regionais. Diferentemente do observado em exercícios anteriores, a projeção de receitas não incorporou medidas extraordinárias de arrecadação. Como as despesas excluídas da apuração permaneceram praticamente estáveis, em R$65 bilhões, o resultado primário no critério usado para aferir o cumprimento da meta passou de superávit de R$74 bilhões para superávit de R$83 bilhões. A mediana das projeções dos analistas de mercado, por sua vez, indica déficit primário de R$54 bilhões em 2027 e superávit de R$10 bilhões na métrica de aferição da meta, abaixo do piso do intervalo de tolerância, que é superávit de R$37 bilhões (Tabela 1.2.6).

Tabela 1.2.6 – Projeções de Resultado Primário do Governo Central em 2027

R$ Bilhões - Valores correntes

	PLOA	QPC - COPOM 281
Receita Líquida	2.849	2.739
Despesa total	2.830	2.790
Resultado Primário	19	-54
Desconto para Meta	65	-
Resultado compatível com a meta	83	10

Fontes: STN, SOF e BC

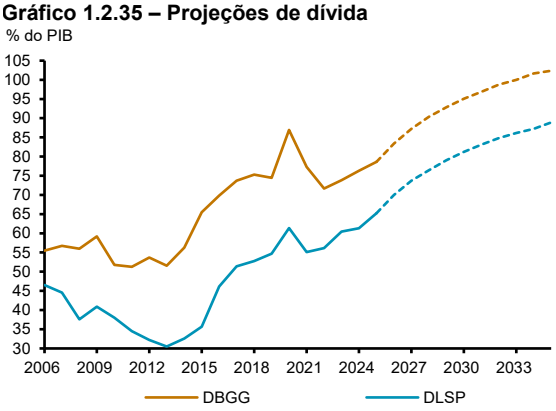
As projeções seguem indicando trajetória ascendente da dívida pública nos próximos anos. De acordo com a mediana da pesquisa Focus, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) deve alcançar 100% do PIB em 2033, aumento de 17 p.p. em relação ao patamar atual (Gráfico 1.2.35). Crescimento similar é esperado para a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). O cenário de referência do Relatório de Projeções Fiscais (RPF) do Tesouro Nacional do primeiro semestre de 2026, publicado em junho, por sua vez, prevê auge da DBGG e da DLSP em 2029, seguido de declínio gradual até o fim do horizonte de projeção em 2036. No caso da DBGG, o máximo atingido seria 88% do PIB, com redução até 83% do PIB em 2036. O RPF também traz cenários alternativos ao de referência e discute como diferentes hipóteses para a evolução do resultado primário e

20/ O tratamento excepcional restringe-se ao exercício de 2026 e abrange reduções de tributos aplicáveis à importação, à produção e à comercialização de óleo diesel rodoviário, biodiesel, gasolina e suas correntes, etanol e querosene de aviação. Nessa hipótese, considera-se atendida a exigência de compensação prevista no art. 14 da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), que em regra admite apenas compensação por elevação de alíquotas, ampliação de base de cálculo ou criação de tributo.

21/ O primeiro gatilho limita o crescimento das despesas decorrentes de vinculações estabelecidas por lei complementar (LC) ou ordinária à variação do limite de despesas do arcabouço fiscal, que se situa entre 0,6% e 2,5% em termos reais ao ano. O segundo desconsidera, no cálculo das obrigações de programação de despesas indexadas à RCL, a receita de que trata o art. 46 da Lei nº 12.351/2010, relativa à comercialização do petróleo da União.

de variáveis macroeconômicas – como crescimento do PIB, inflação e taxa de juros – afetam as projeções da dívida pública.

Gráfico 1.2.35 – Projeções de dívida



Projeções de 2026 em diante correspondem ao Focus de 11/09/2026

Contas externas

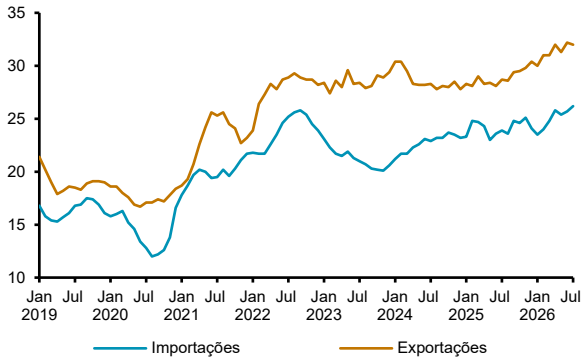
O déficit em transações correntes do balanço de pagamentos continua diminuindo em relação aos valores de 2025, sustentado pela ampliação do superávit comercial. O valor das exportações avançou (Gráfico 1.2.36), refletindo tanto preços maiores quanto a manutenção do volume embarcado em patamar elevado. As importações também cresceram no período, impulsionadas principalmente pela alta dos preços. No acumulado do ano, o resultado positivo da balança comercial mais do que compensou o aumento do déficit nas contas de serviços e de renda primária, reduzindo o déficit em transações correntes para US$36 bilhões, ante US$40 bilhões em igual período de 2025 (Tabela 1.2.7).

Tabela 1.2.7 – Contas externas

Acumulado no ano até julho				US$ bilhões
Discriminação	2023	2024	2025	2026
Transações correntes	-20	-29	-40	-36
Balança comercial	50	44	33	43
Exportações	197	200	199	219
Importações	147	155	167	176
Serviços	-24	-30	-30	-33
dos quais: viagens	-6	-6	-7	-9
dos quais: transportes	-8	-8	-8	-8
Renda primária	-47	-46	-45	-50
dos quais: juros	-17	-19	-17	-18
dos quais: lucros e dividendos	-30	-28	-28	-31
Principais Investimentos – passivos				
IDP	43	50	44	54
Inv. Carteira	9	4	0	17

Gráfico 1.2.36 – Balança Comercial

US$ bilhões, MM3M a.s.



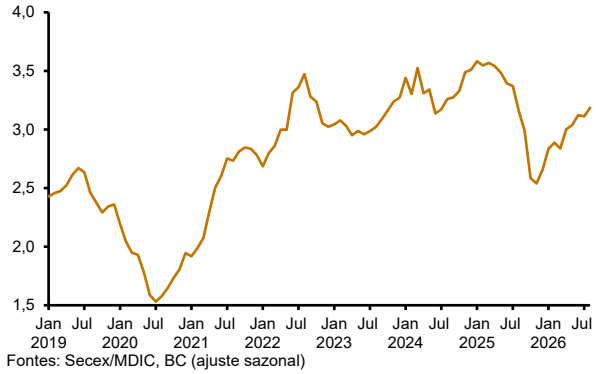
O crescimento das exportações refletiu o forte desempenho dos produtos básicos, apesar da retração dos embarques para os EUA. No acumulado do ano até agosto, as exportações cresceram 10,3% ante o mesmo período do ano anterior. O resultado decorreu de uma alta de 7,6% nos preços e de 2,2% no volume exportado. Destacou-se a expansão das exportações de petróleo (US$7 bilhões), favorecida pela elevação dos preços associada aos efeitos do conflito no Oriente Médio. O desempenho também refletiu a forte produção agropecuária e a resiliência das exportações de algumas outras *commodities*, como a carne bovina.

Essa dinâmica ocorreu a despeito da redução nos embarques para os EUA, afetados pelos desdobramentos das tarifas impostas desde o primeiro semestre de 2025 (Gráfico 1.2.37).

As tarifas dos EUA sobre produtos brasileiros passaram por revisões em 2026, o que deve resultar em elevação da tarifa efetiva nos próximos meses. As tarifas extraordinárias, impostas a partir de abril de 2025 e majoradas em julho do mesmo ano, levaram a tarifa efetiva média aplicada aos produtos brasileiros ao pico de 22% em outubro (Gráfico 1.2.38). Em fevereiro de 2026, a Suprema Corte dos EUA invalidou parte das medidas então vigentes, mas, em julho, o governo americano adotou novas alíquotas com base em investigações conduzidas pelo Escritório do Representante de Comércio dos EUA (USTR), nos termos da Seção 301.[22] Esse aumento deve se refletir gradualmente nos dados, mas a ampla lista de isenções aplicáveis a produtos agropecuários, minerais, farmacêuticos e químicos tende a manter a tarifa efetiva abaixo do pico recente.[23]

Gráfico 1.2.37 – Exportações brasileiras para EUA

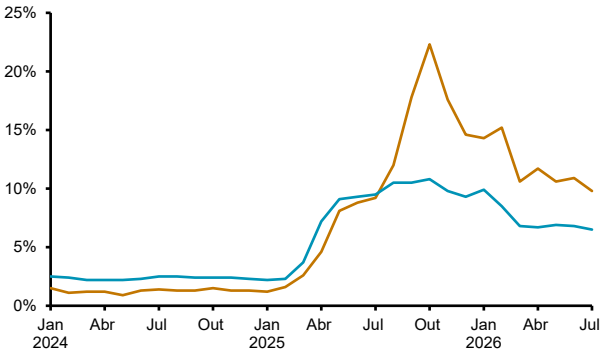
US$ bilhões, MM3M a.s.



Fontes: Secex/MDIC, BC (ajuste sazonal)

Gráfico 1.2.38 – Tarifa efetiva de importação dos EUA

Tarifa % sobre valor FOB



Fonte: Census Bureau

O aumento do valor importado também foi impulsionado pela alta dos preços, em contexto de ligeiro recuo do volume. De janeiro a agosto, as importações cresceram 6,1% ante o mesmo período do ano anterior, refletindo aumento de 7,8% nos preços e queda de 1,7% no *quantum*. Assim como nas exportações, a alta dos preços de importação teve entre seus principais vetores o encarecimento dos combustíveis associado ao conflito no Oriente Médio. O volume das importações brasileiras tem permanecido relativamente estável desde o quarto trimestre de 2024, em linha com a moderação na atividade doméstica. A principal exceção a esse padrão foram as importações de bens duráveis, especialmente de veículos eletrificados provenientes da China, refletindo, em parte, a antecipação de compras diante do já anunciado aumento das tarifas brasileiras sobre a importação desses produtos, implementado em julho.[24] Em sentido oposto, houve redução no volume das importações de bens intermediários (-8,3%), incluindo insumos agrícolas como os fertilizantes, cujos preços se elevaram em decorrência do conflito no Oriente Médio. Em termos agregados, as recentes altas de preços de exportações e importações, embora significativas, tiveram magnitude semelhante, o que limitou o aumento nos termos de troca (Gráfico 1.2.40).

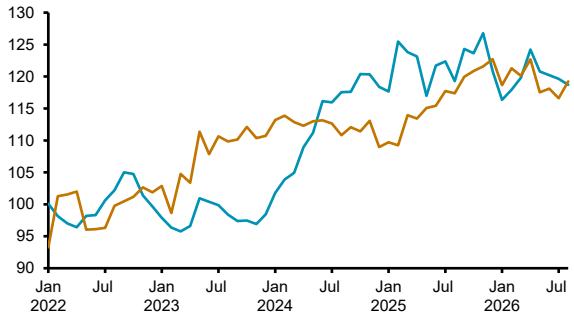
22/ Em fevereiro de 2026, após a Suprema Corte dos EUA concluir que a Lei de Poderes Econômicos Emergenciais Internacionais (IEEPA) não autorizava a imposição das tarifas aplicadas em 2025, o governo americano recorreu à Seção 122 da Lei de Comércio de 1974 para implantar tarifa temporária de 10%. Essa medida venceu no final de julho, e foi substituída por sobretaxa de 10% ou 12,5% para importações originárias de diversos países que, segundo a avaliação norte-americana, não adotam medidas para coibir a entrada de produtos associados ao trabalho forçado, baseada na Seção 301 da mesma Lei. Além dessa sobretaxa e como resultado de investigação sobre práticas comerciais, foi aplicada outra tarifa de 25% sobre algumas exportações brasileiras para os EUA, também com base na Seção 301. Vários produtos relevantes para a pauta brasileira foram isentados dessas sobretaxas, conforme detalhado em nota oficial do Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços (MDIC). Considerando as sucessivas mudanças no fundamento legal e a indicação do USTR de que poderá rever a medida caso as circunstâncias se alterem, a incerteza sobre o tema persiste.

23/ Uma discussão regionalizada dos impactos das tarifas extraordinárias aplicadas pelos EUA às exportações brasileiras está disponível no boxe Impactos regionais das tarifas dos Estados Unidos sobre produtos brasileiros, na edição de 2025 do Boletim Regional do Banco Central.

24/ Em novembro de 2023, o governo brasileiro estabeleceu quotas isentas de imposto de importação e alíquotas progressivas sobre veículos elétricos e/ou eletrificados de passeio e de carga, montados ou desmontados. A vigência das novas regras iniciou-se em janeiro de 2024 e terminou em julho de 2026, quando a alíquota chegou ao patamar de 35%, e as quotas foram finalizadas. Em junho de 2026, foi definida nova quota de importação com alíquota zero para veículos desmontados com validade até dezembro.

Gráfico 1.2.39 – Índices de quantum

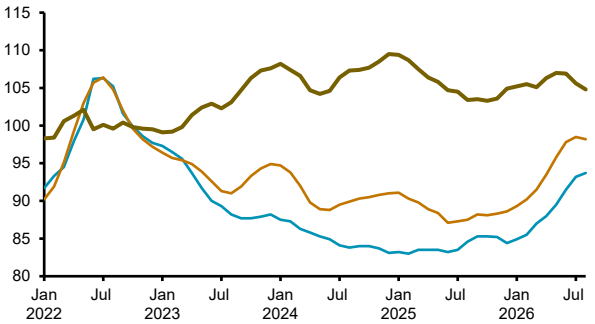
Índice (2022 = 100), MM3M a.s.



Fonte: BC, metodologia Funcex

Gráfico 1.2.40 – Índices de preço

Índice (2022 = 100), MM3M a.s.



Fonte: BC, metodologia Funcex

Os déficits em serviços e em renda primária permaneceram elevados, acima dos níveis de igual período de 2025, mas com dinâmicas distintas neste ano. Em serviços, os gastos líquidos com viagens seguem respondendo por parte relevante do aumento do déficit, movimento que pode estar associado à valorização do real e à resiliência do mercado de trabalho. Nos meses mais recentes, contudo, os déficits das contas de transportes e de demais serviços também aumentaram, após a retração observada em 2025 (Gráfico 1.2.41), com destaque para o possível efeito do encarecimento dos fretes em transportes. Na conta de renda primária, as despesas líquidas com lucros e dividendos, que foram bastante elevadas no final de 2025, possivelmente influenciadas pela mudança na taxação de lucros a partir do início de 2026, recuaram no primeiro trimestre deste ano e mostraram alguma estabilização nos últimos meses, em patamar ainda elevado. As despesas líquidas com juros mantiveram-se relativamente estáveis ao longo deste ano (Gráfico 1.2.42).

Gráfico 1.2.41 – Serviços

US$ bilhões, MM3M, a.s.

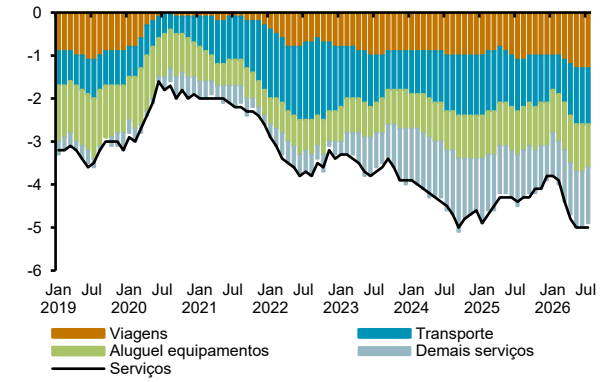
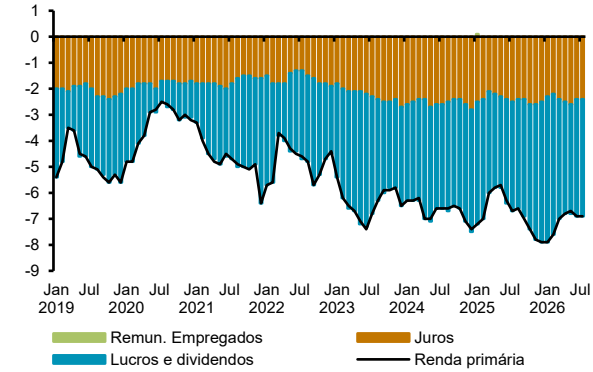


Gráfico 1.2.42 – Renda primária

US$ bilhões, MM3M, a.s.



Na conta financeira, o investimento direto no país (IDP) permaneceu robusto, enquanto os investimentos em carteira perderam dinamismo nos últimos meses. As entradas líquidas de IDP mantiveram-se elevadas nos últimos trimestres, sustentadas pela recuperação dos lucros reinvestidos, após as remessas recorde de dezembro de 2025 (Gráfico 1.2.43).[25] A manutenção de elevados ingressos em participação de capital, excluídos os lucros reinvestidos, sugere a persistência do interesse estrangeiro em investimentos diretos no país. Os investimentos em carteira, que totalizaram entrada de US$21 bilhões nos quatro primeiros meses do ano, registraram saídas líquidas nos meses seguintes, reduzindo o acumulado no ano para US$17 bilhões até julho (Gráfico 1.2.44). O movimento refletiu, além do fluxo negativo em ações no período, a não repetição das captações externas em dívida soberana realizadas no primeiro quadrimestre.

25/ Os lucros reinvestidos são registrados simultaneamente como despesa na conta de renda primária e como ingresso de IDP, sem implicar, necessariamente, movimentação efetiva de divisas.

Gráfico 1.2.43 – Investimento direto no país

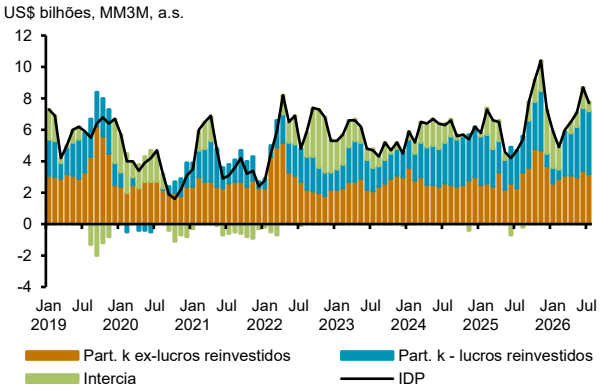
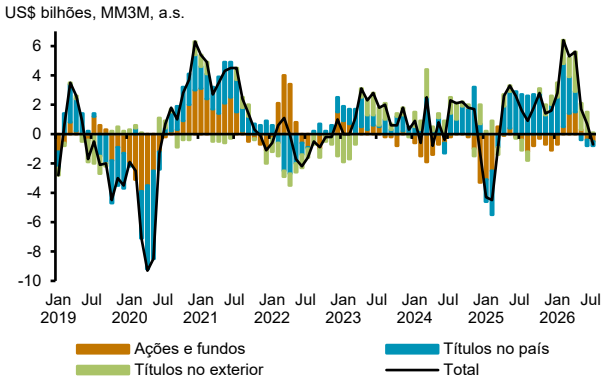


Gráfico 1.2.44 – Investimentos em carteira - passivo



Em linha com a moderação da atividade econômica em curso desde o ano passado, o déficit em transações correntes como porcentagem do PIB, que atingiu auge recente de 3,6% no início de 2025, deve diminuir para 2,3% em 2026 e 2,0% em 2027. A projeção para este ano, detalhada em boxe deste RPM, foi revisada de US$56 bilhões para US$60 bilhões. A trajetória dos preços do petróleo e de seus derivados após a eclosão do conflito no Oriente Médio continua a influenciar as projeções, em razão principalmente de seus efeitos sobre a balança comercial.[26] O boxe também apresenta a primeira projeção das contas externas para 2027, contemplando expectativa de déficit em transações correntes de US$55 bilhões, com composição similar ao esperado para 2026.

Gráfico 1.2.45 – Investimento direto no país

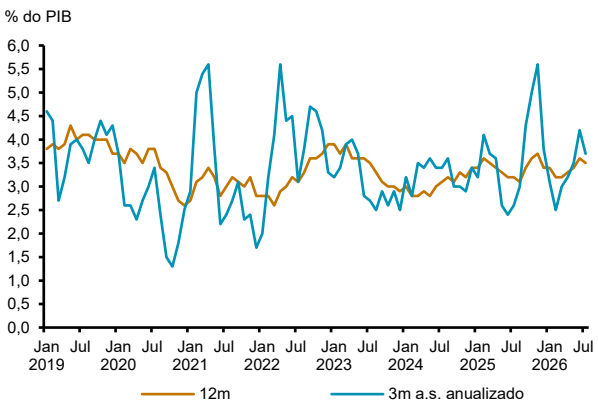
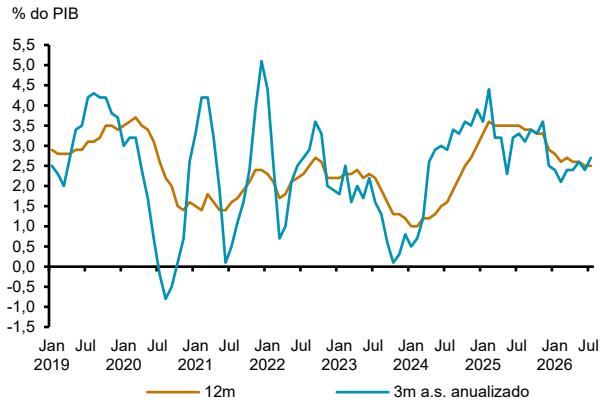


Gráfico 1.2.46 – Déficit em Transações Correntes



Preços

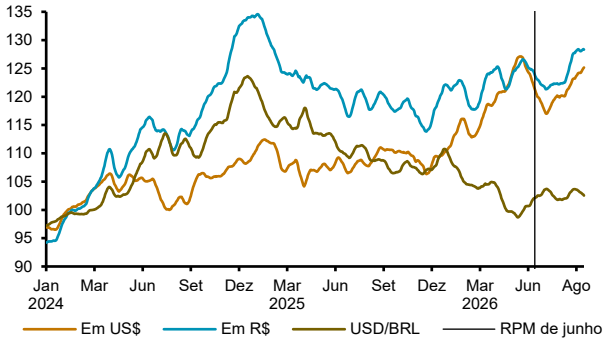
A inflação continua acima da meta, ainda que tenha diminuído desde o RPM anterior, e as expectativas de inflação seguem desancoradas. A inflação medida pelo IPCA acumulada em doze meses passou de 4,72% em maio para 4,22% em agosto. As métricas trimestrais dessazonalizadas também recuaram, tanto no agregado do IPCA quanto nos núcleos de inflação. Entre os segmentos do IPCA, houve queda significativa na inflação de alimentos e sinais de moderação em bens industriais. Também houve queda no segmento de preços administrados, explicada por desconto temporário na tarifa de energia elétrica residencial e pelo recuo nos preços da gasolina. Apesar de alguma acomodação, a inflação de serviços seguiu elevada e a média dos núcleos permaneceu acima da meta, em cenário caracterizado por mercado de trabalho aquecido e hiato do produto positivo. Por fim, segundo a pesquisa Focus, apesar do recuo para 2026, as expectativas de inflação voltaram a subir para 2027 e 2028 e permanecem acima da meta em todo o horizonte de projeção.

26/ Uma avaliação preliminar dos efeitos do conflito no Oriente Médio sobre a balança comercial foi apresentada no boxe Impactos iniciais do conflito no Oriente Médio sobre a balança comercial, no RPM de junho de 2026.

Preços de *commodities* subiram pelo terceiro trimestre consecutivo, com alta concentrada no segmento agropecuário.[27] O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br) em reais aumentou 3,4% desde o Relatório de junho, refletindo a alta de 2,9% do índice em dólares e a desvalorização de 0,4% do real (Gráfico 1.2.47).[28] A alta das cotações em dólar foi puxada pelas *commodities* agropecuárias, com aumentos relativamente disseminados no segmento (Gráfico 1.2.48). As *commodities* energéticas também avançaram, com alta de 3,3% do *Brent*, em contexto de elevada volatilidade associada ao conflito no Oriente Médio.

Gráfico 1.2.47 – IC-Br e câmbio

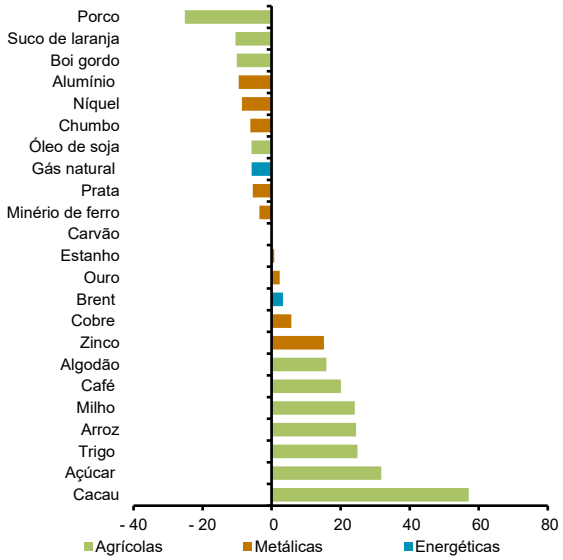
MM10D, 2023 = 100



Fontes: Bloomberg e BC

Gráfico 1.2.48 – Variação nos preços de commodities

Variação % da MM10D em US$ desde a data de corte do RPM anterior



Fonte: Bloomberg

Após forte alta no trimestre anterior, os preços ao produtor apresentaram queda, com influência do preço do petróleo e de seus derivados. O Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) recuou 2,55% no trimestre encerrado em agosto. O resultado refletiu principalmente a forte retração dos preços na indústria extrativa, com recuos de 8,25% em minério de ferro e de 31,05% em petróleo e gás natural (Gráfico 1.2.49). Esse movimento também teve reflexos na indústria de transformação, particularmente nos preços dos derivados de petróleo, que recuaram 6,33%. Excluindo derivados de petróleo, alimentos industrializados e outros itens voláteis, os preços ao produtor da indústria de transformação apresentaram queda de 0,33%, em comparação à elevação de 3,74% no trimestre anterior, o que também sugere moderação, até agosto, nas pressões de custo associadas ao conflito no Oriente Médio.[29]

Os efeitos do aumento do preço do petróleo sobre os preços no Brasil são discutidos em mais detalhes em dois boxes publicados neste Relatório.[30] Por um lado, entre os efeitos primários, destaca-se que o impacto indireto sobre a inflação – por meio da elevação de custos nas cadeias produtivas – pode ser tão relevante quanto o direto, embora sua mensuração seja mais difícil. Por outro lado, a evidência disponível não aponta, até o momento, para propagação inflacionária relevante por meio de efeitos de segunda ordem – que ocorrem quando a elevação inicial da inflação decorrente dos efeitos primários afeta a formação de preços e salários. Todavia, persistem riscos de repasse para a inflação doméstica, tanto por meio dos efeitos primários como pelos de segunda ordem, especialmente no contexto de continuidade da elevada incerteza

27/ 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.

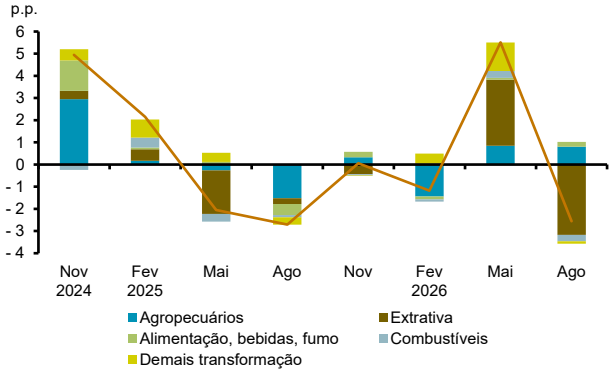
28/ As variações do IC-Br e do câmbio discutidas nesta seção comparam médias móveis de dez dias dos indicadores nas respectivas datas de fechamento dos Relatórios.

29/ A queda de 0,33% refere-se ao total da indústria de transformação, excluindo alimentos e bebidas industrializados, fumo, derivados de petróleo e biocombustíveis.

30/ Choque nos preços de petróleo e derivados: evidências de efeitos primários na inflação brasileira e Choque nos preços de petróleo e derivados: evidências de efeitos de segunda ordem na inflação brasileira.

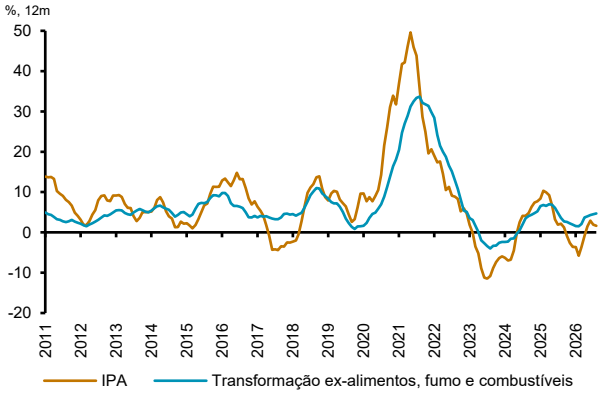
ao redor do preço internacional do petróleo e de uma economia doméstica que opera com hiato do produto positivo, mercado de trabalho aquecido e inflação e expectativas acima da meta.

Gráfico 1.2.49 – Contribuições para variações trimestrais do IPA-DI



Fonte: FGV Dados

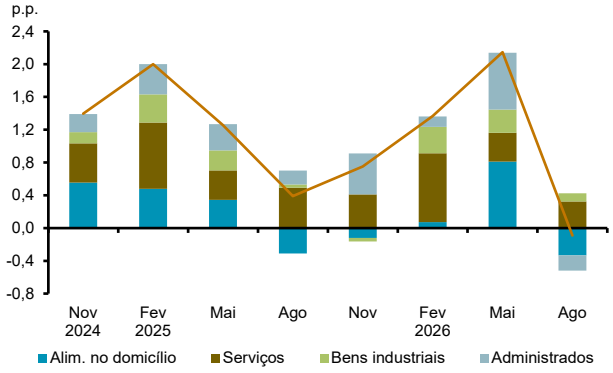
Gráfico 1.2.50 – IPA-DI



Fonte: FGV Dados

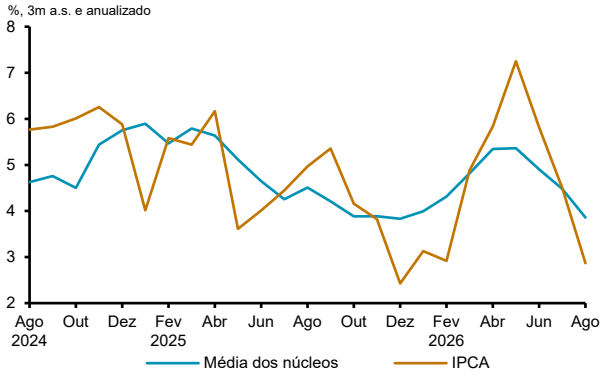
A inflação ao consumidor diminuiu ante o trimestre anterior, mas a média dos núcleos permaneceu em patamar elevado.[31] A inflação medida pelo IPCA passou de 2,14% para -0,09% entre os trimestres finalizados em maio e agosto, resultado influenciado principalmente pela queda nos preços de alimentos e administrados (Gráfico 1.2.51). A inflação também recuou nas séries ajustadas sazonalmente: no trimestre encerrado em agosto, o índice cheio e a média dos núcleos apresentaram altas anualizadas de 2,9% e 3,9%, ante variações de 7,2% e 5,4% em maio, respectivamente (Gráfico 1.2.52). Em doze meses, a inflação medida pelo IPCA passou de 4,72% em maio para 4,22% em agosto, nível ainda elevado, mas abaixo do limite superior do intervalo de tolerância ao redor da meta de inflação (Gráfico 1.2.53). Nessa mesma métrica, a média dos núcleos recuou marginalmente, de 4,52% para 4,35%.

Gráfico 1.2.51 – Contribuições para variações trimestrais do IPCA



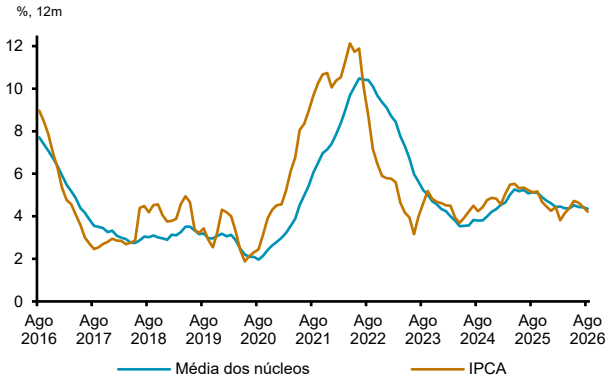
Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.52 – IPCA e núcleos



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.53 – IPCA e núcleos

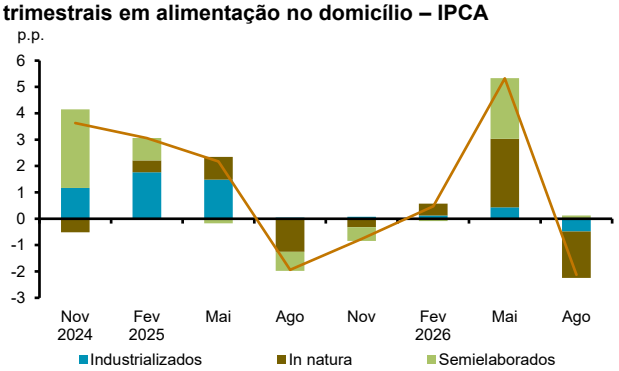


Fontes: IBGE e BC

31/ 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 dezembro de 2025.

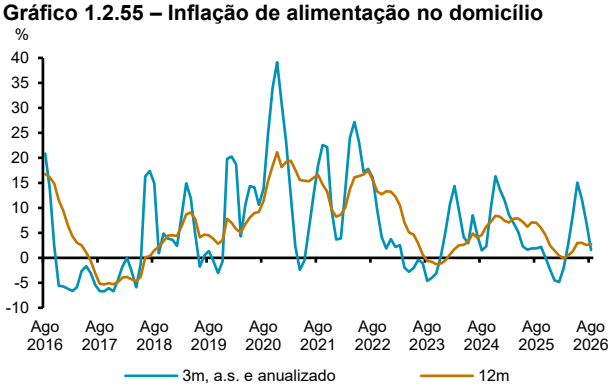
Os preços de alimentos ao consumidor recuaram, após alta expressiva no trimestre anterior. Na série sem ajuste sazonal, os preços do segmento de alimentação no domicílio recuaram 2,13% no trimestre encerrado em agosto, ante aumento de 5,32% no trimestre até maio (Gráfico 1.2.54). A deflação foi puxada por alimentos *in natura* (-10,37%), notadamente pelo item tubérculos, raízes e legumes (-25,57%), em período de sazonalidade favorável. Nas séries trimestrais anualizadas e dessazonalizadas, após forte aumento no trimestre anterior (15,04%), a variação de preços do segmento recuou para 1,55% (Gráfico 1.2.55), com expressiva moderação na inflação de alimentos *in natura* e semielaborados. Em doze meses, o segmento de alimentação no domicílio acumula alta de 2,77% até agosto, praticamente estável em relação a maio (2,97%).

Gráfico 1.2.54 – Contribuições para variações trimestrais em alimentação no domicílio – IPCA



Fontes: IBGE e BC

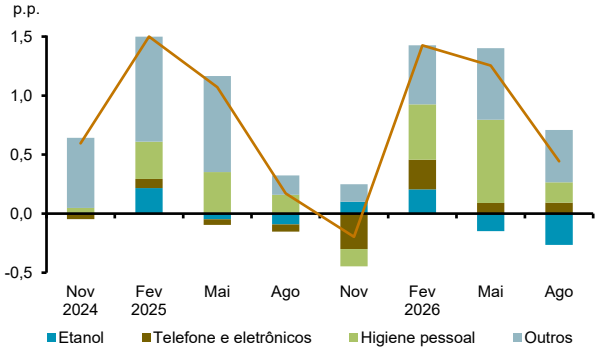
Gráfico 1.2.55 – Inflação de alimentação no domicílio



Fontes: IBGE e BC

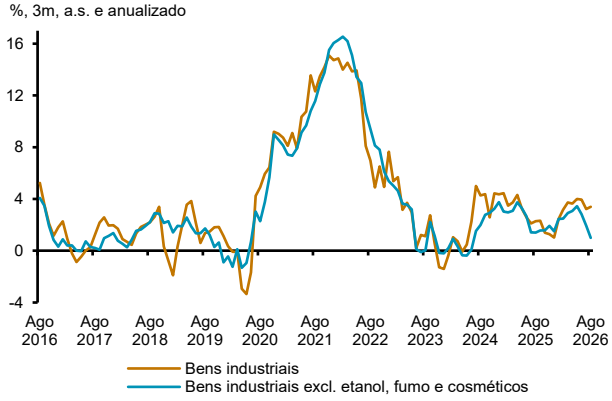
Os preços de bens industriais apresentaram sinais de moderação no trimestre. A inflação do segmento no IPCA foi de 0,44% no trimestre até agosto, abaixo da variação de 1,25% observada no trimestre até maio (Gráfico 1.2.56). Esse recuo refletiu, em parte, fatores sazonais, como a queda do preço do etanol. Na série dessazonalizada, a redução foi mais contida, de 4,01% para 3,40% em termos anualizados. Sinais mais claros de moderação apareceram em medidas alternativas que excluem os itens mais voláteis do segmento. Em particular, excluindo etanol, fumo e cosméticos, a variação dessazonalizada e anualizada passou de 3,45% para 1,00% entre os dois trimestres (Gráfico 1.2.57).[32] Em doze meses, a inflação de bens industriais passou de 2,67% em maio para 2,95% em agosto, permanecendo em patamar elevado para o segmento.

Gráfico 1.2.56 – Contribuições para variações trimestrais em bens industriais – IPCA



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.57 – Inflação de bens industriais

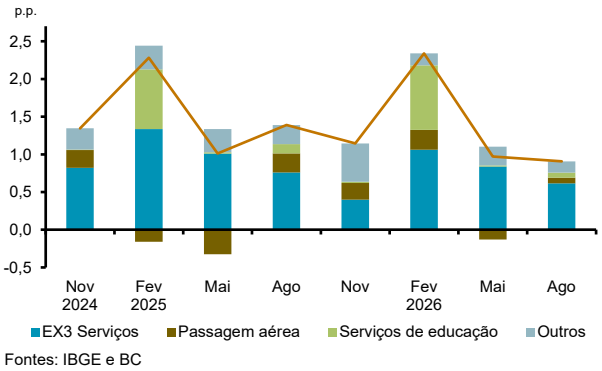


A inflação de serviços seguiu elevada, apesar de algumas medidas da inflação subjacente do segmento terem diminuído no trimestre. A inflação do segmento foi de 0,91% no trimestre finalizado em agosto, resultado próximo ao registrado no trimestre até maio, de 0,97% (Gráfico 1.2.58). Nas séries com ajuste sazonal, medidas da inflação subjacente do segmento continuam elevadas, embora algumas tenham recuado no trimestre. Excluindo passagem aérea, a alta dessazonalizada e anualizada de serviços passou de 5,44%

32/ Em especial, o fumo apresentou alta expressiva no trimestre no IPCA, reflexo da majoração de impostos sobre o cigarro. O Decreto nº 12.922, de 7 de abril de 2026, elevou de R$2,25 para R$3,50 por vintena a parcela específica do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidente sobre o produto, com vigência a partir de 1º de agosto de 2026. O mesmo decreto aumentou o preço mínimo de venda no varejo de R$6,50 para R$7,50 por vintena a partir de 1º de maio, mas essa medida não teve impacto perceptível sobre a inflação do produto no IPCA.

para 4,71% entre os trimestres terminados em maio e agosto (Gráfico 1.2.59). No mesmo sentido, o núcleo EX3 Serviços apresentou alta de 4,84% no trimestre mais recente, ante 5,53% no trimestre anterior.[33] Parte desse recuo, no entanto, reflete o comportamento de itens que têm apresentado variações mais irregulares nos últimos trimestres. Em especial, excluindo os subitens cinema, seguro de automóveis e serviços bancários, a variação do núcleo EX3 Serviços passou de 5,46% para 6,00% em termos anualizados e com ajuste sazonal. Por outro lado, medidas que enfatizam os serviços mais intensivos em trabalho têm apresentado evolução mista nas leituras recentes (Gráfico 1.2.60).[34] Em doze meses, os preços de serviços acumularam alta de 5,47% até agosto, abaixo da variação de 5,97% observada em maio. Excluindo passagem aérea, a inflação em doze meses do segmento também recuou, de 5,44% para 5,12%, ainda em patamar elevado (Gráfico 1.2.61).

Gráfico 1.2.58 – Contribuições para variações trimestrais em serviços – IPCA



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.59 – Inflação de serviços

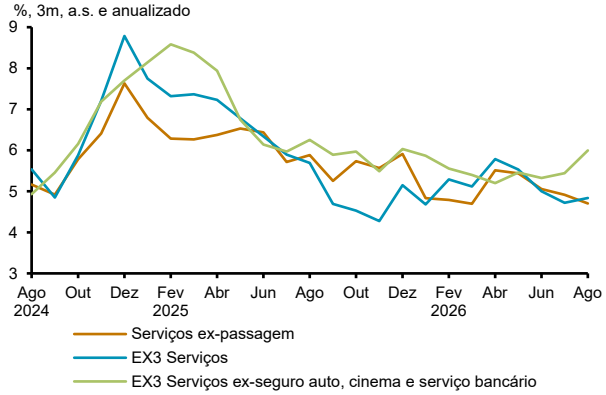


Gráfico 1.2.60 – Inflação de serviços

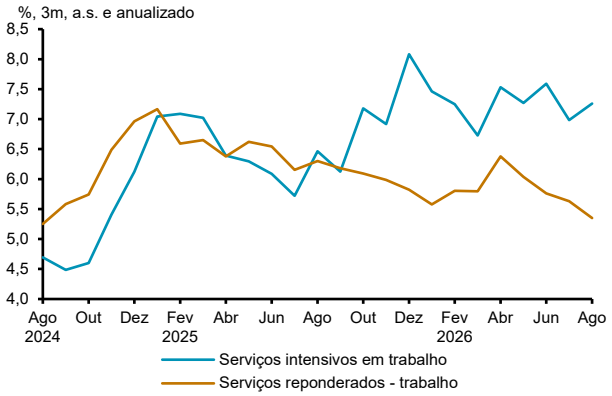
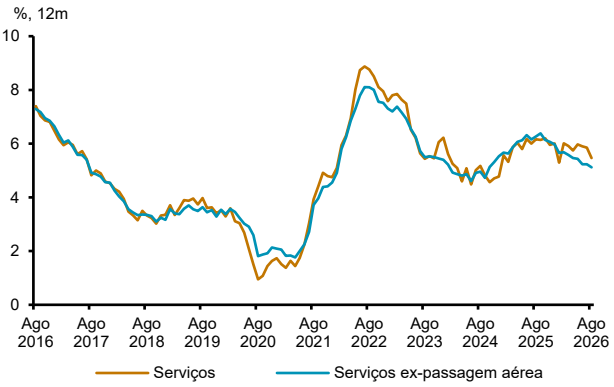


Gráfico 1.2.61 – Inflação de serviços



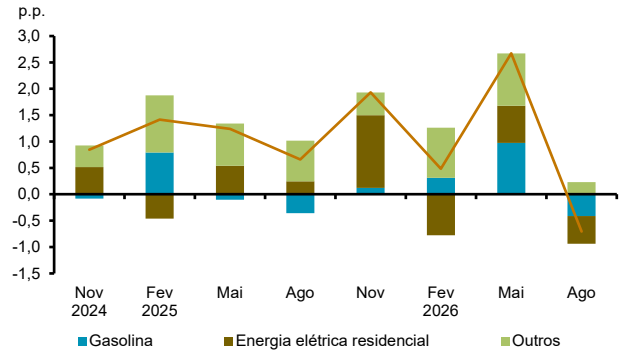
Após forte alta no trimestre anterior, os preços administrados apresentaram queda, refletindo o recuo nos preços da gasolina e o desconto temporário na tarifa de energia elétrica residencial. A variação do segmento passou de 2,67% no trimestre encerrado em maio para -0,71% no trimestre até agosto (Gráfico 1.2.62). As tarifas de energia elétrica recuaram 3,32%, movimento fortemente influenciado pela distribuição do bônus de Itaipu aos consumidores, por meio de desconto na tarifa de agosto.[35] Por sua vez, o preço da gasolina recuou 2,07%, movimento associado, ao menos em parte, à queda sazonal no preço do etanol anidro, que faz parte da composição da gasolina C vendida ao consumidor. Ainda entre os combustíveis, houve recuos nos preços de óleo diesel (-3,18%) e gás de botijão (-1,26%), devolvendo parte das expressivas elevações ocorridas no trimestre anterior (16,20% e 4,09%, respectivamente). Em doze meses, os preços administrados desaceleraram de 5,85% em maio para 4,42% em agosto (Gráfico 1.2.63).

33/ 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 de 2025, 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.

34/ A série "Serviços reponderados - trabalho" foi apresentada no boxe Inflação de serviços reponderada por fatores de produção do Relatório de Inflação 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.

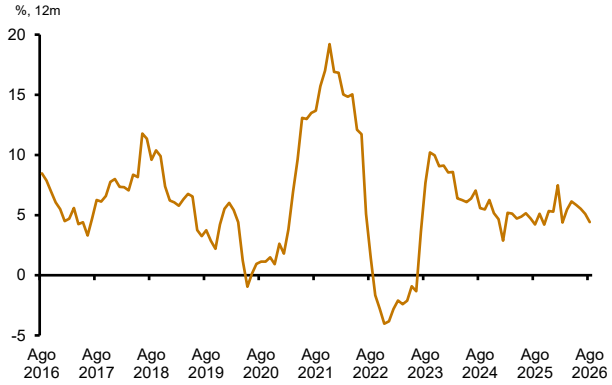
35/ O impacto do bônus de Itaipu na variação das tarifas de energia elétrica em agosto deve ser integralmente revertido em setembro.

Gráfico 1.2.62 – Contribuições para variações trimestrais em administrados – IPCA



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.63 – Preços administrados



As expectativas de inflação diminuíram para 2026, mas aumentaram para 2027 e 2028. Segundo a pesquisa Focus, a mediana das expectativas de inflação para 2026 passou de 5,30% para 4,90% desde o Relatório anterior (Gráfico 1.2.64), permanecendo acima do limite superior do intervalo de tolerância ao redor da meta de inflação. Mesmo com o recuo, a mediana segue acima do nível observado no fim de fevereiro (3,91%), imediatamente antes do início do conflito no Oriente Médio. A redução da mediana das expectativas para 2026 refletiu projeções mais baixas em todos os segmentos, com recuo mais acentuado em alimentação no domicílio (Tabela 1.2.8), em meio a variações mais moderadas nos preços de alimentos nas leituras mais recentes do IPCA. Por outro lado, as expectativas para 2027 e 2028 subiram e se distanciaram da meta — de 4,10% para 4,30% e de 3,68% para 3,80%, respectivamente. A alta das expectativas para 2027 foi mais concentrada em alimentação no domicílio, possivelmente refletindo a incorporação gradual dos impactos esperados do *El Niño* nos preços do segmento (Tabela 1.2.9).[36] Como as medianas para 2029 e 2030 continuaram em 3,50%, as expectativas de inflação seguem acima da meta de inflação de 3% em todos os horizontes considerados pela pesquisa Focus (Gráfico 1.2.65).

Gráfico 1.2.64 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA em 2026

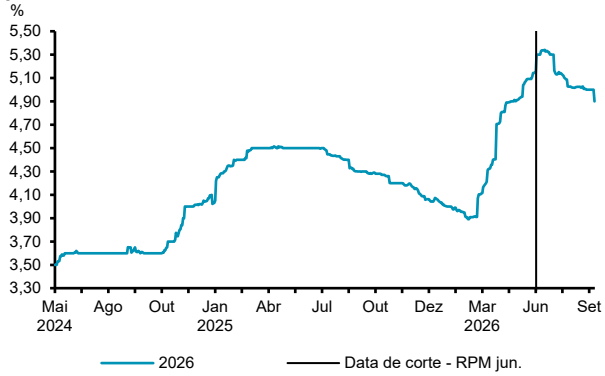


Tabela 1.2.8 – Abertura da revisão na projeção do Focus para 2026

	Peso	Projeção Focus (% a.a.)		
		12-jun	11-set	Contr. p/ Δ (p.p.)
IPCA	**100**	**5,30**	**4,90**	**-0,40**
IPCA (por agregação)	100	5,34	4,93	-0,41
Alimentação no domicílio	15	7,33	6,35	-0,15
Bens industriais	23	3,66	3,49	-0,04
Serviços	36	5,78	5,45	-0,12
Administrados	26	5,00	4,61	-0,10
Livres	74	5,47	5,07	-0,30
Livres (por agregação)	74	5,46	5,04	-0,30

36/ De acordo com a edição de setembro do QPC, os analistas já incorporam às projeções parcela relevante dos impactos estimados do fenômeno *El Niño* sobre a inflação. Considerando a mediana das respostas, o impacto incorporado é de 0,2 p.p. em 2026 e de 0,3 p.p. em 2027. Para 2028, a mediana indica que o impacto incorporado é nulo.

Gráfico 1.2.65 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA - 2027 a 2030

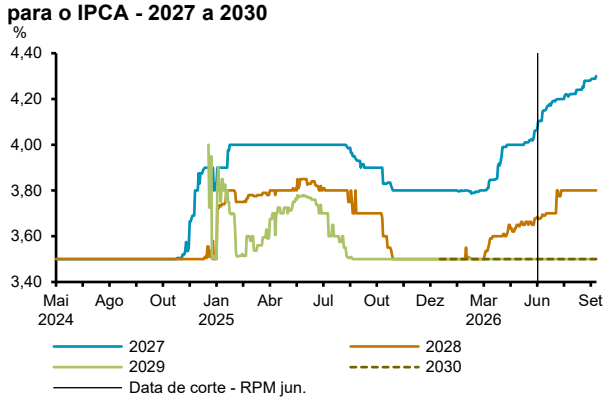


Tabela 1.2.9 – Abertura da revisão na projeção do Focus para 2027

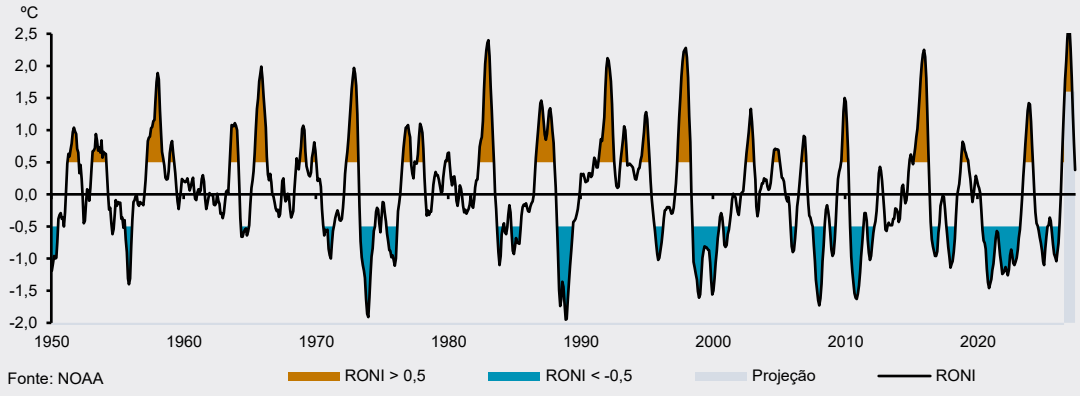
	Peso	Projeção Focus (% a.a.)		
		12-jun	11-set	Contr. p/ Δ (p.p.)
IPCA	**100**	**4,10**	**4,30**	**+0,20**
IPCA (por agregação)	100	4,20	4,34	+0,14
Alimentação no domicílio	16	5,01	5,67	+0,10
Bens industriais	22	2,72	2,74	+0,00
Serviços	36	5,03	5,09	+0,02
Administrados	26	3,81	3,85	+0,01
Livres	74	4,26	4,48	+0,16
Livres (por agregação)	74	4,33	4,51	+0,13

Efeito dos eventos *El Niño* e *La Niña* sobre a produtividade das principais lavouras brasileiras

Este boxe estima os efeitos dos eventos El Niño e La Niña sobre a produtividade das principais lavouras brasileiras. São encontrados impactos heterogêneos entre culturas e regiões. No caso do El Niño, os efeitos adversos são mais disseminados sobre milho, algodão e arroz. Para a soja, as estimativas variam entre estados e tendem a se compensar parcialmente no agregado nacional. As implicações de La Niña são mais heterogêneas, com efeitos positivos sobre a soja e negativos sobre o milho. Embora esses eventos climáticos contribuam de maneira relevante para oscilações da produtividade em vários casos, parcela substancial da variabilidade observada permanece associada a outros fatores não captados pelos modelos estimados. Nesse contexto, as projeções atuais para a intensidade do El Niño sugerem risco negativo para a produtividade agrícola em 2027. Por fim, devido ao número limitado de episódios desses eventos climáticos no período analisado, de 1990 a 2026, os resultados deste estudo devem ser interpretados com cautela.

Caracterizado pelo aquecimento das águas da porção tropical do oceano Pacífico, o evento *El Niño* altera os padrões climáticos de diversas regiões do planeta. Tanto *El Niño* quanto sua contraparte, *La Niña*, associada ao esfriamento dessas águas, são fenômenos complexos, sem periodicidade definida e de difícil projeção. Contudo, indicadores têm sido utilizados para avaliar sua presença, com destaque para o *Relative Oceanic Niño Index* (RONI), adotado pela *National Oceanic and Atmospheric Administration* (NOAA)[1], que mede a anomalia relativa de temperatura da superfície do mar de uma região específica do Pacífico equatorial[2] (Gráfico 1). Convenciona-se caracterizar um episódio de *El Niño* (*La Niña*) quando o RONI fica acima de 0,5°C (abaixo de -0,5°C) por pelo menos cinco trimestres móveis consecutivos. Projeções indicam que o RONI alcançará valores elevados no trimestre final de 2026 e permanecerá em patamar compatível com episódio de *El Niño* até o segundo trimestre de 2027 (Gráfico 2).[3]

Gráfico 1 – RONI

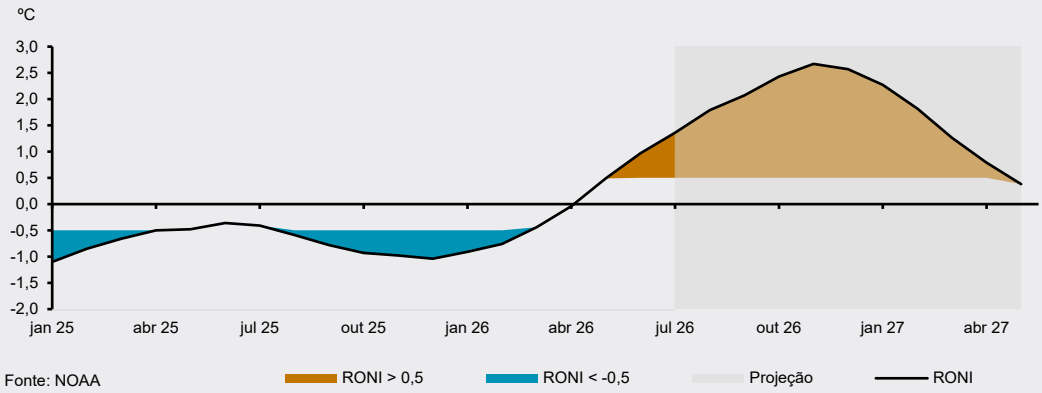


1/ Agência governamental dos Estados Unidos da América (EUA) responsável pelo monitoramento climático e oceânico.

2/ O RONI mede, em médias móveis trimestrais, a anomalia da temperatura da superfície do mar na região Niño 3.4 (5°N–5°S, 120°–170°W), descontada a anomalia média da faixa tropical (20°N–20°S). Adotado no início de 2026 em substituição ao *Oceanic Niño Index (*ONI), que não faz esse desconto, o RONI é menos sensível ao efeito do aquecimento global sobre a identificação de eventos *El Niño* e *La Niña*. A série histórica pode ser encontrada em https://www.cpc.ncep.noaa.gov/products/analysis_monitoring/enso/roni/.

3/ Para as projeções, utilizou-se a estimativa central da projeção oficial da NOAA (Official NOAA Relative Oceanic Niño Index Outlook), divulgada em 10 de setembro de 2026, que se estende até o trimestre móvel centrado em maio de 2027. Para os meses subsequentes, assumiu-se ausência de condições de *El Niño* e de *La Niña*, uma vez que a projeção para o trimestre centrado em maio já se encontrava abaixo do limiar de 0,5°C. Disponível em https://www.cpc.ncep.noaa.gov/products/analysis_monitoring/enso/roni/outlook/.

Gráfico 2 – RONI



Fonte: NOAA

No Brasil, o evento *El Niño* gera alterações na temperatura e no padrão de chuvas de distintas regiões, com possíveis efeitos econômicos relevantes. Tipicamente seus episódios estão associados ao aumento das chuvas na Região Sul, à redução das precipitações em partes das regiões Norte e Nordeste e a temperaturas acima da média em parcela do território nacional. Eventos de *La Niña* tendem a produzir padrões aproximadamente opostos, com maior precipitação em partes das regiões Norte e Nordeste, redução das chuvas no Sul e temperaturas mais amenas em algumas áreas. Contudo, a intensidade e a distribuição espacial desses efeitos variam a cada ocorrência dos fenômenos. Episódios mais intensos tendem a aumentar a probabilidade ou a magnitude das anomalias climáticas típicas, embora seus impactos regionais não sejam uniformes nem mecânicos.[4,5]

Os efeitos de eventos *El Niño* e *La Niña* sobre a inflação no Brasil têm sido amplamente analisados, sobretudo por meio dos seus impactos sobre os preços dos alimentos e da energia elétrica.[6] Entretanto, também é importante compreender seus efeitos sobre a produção agropecuária em sentido mais amplo. Assim, este boxe busca quantificar os impactos de eventos *El Niño* e *La Niña* sobre a produtividade[7] das principais lavouras brasileiras, com foco nas culturas mais relevantes para a atividade econômica.[8]

Modelo

Como os efeitos de eventos *El Niño* e *La Niña* diferem entre regiões e as principais culturas agrícolas apresentam distribuição territorial e calendários produtivos distintos, este boxe estima separadamente os impactos desses eventos sobre a produtividade de cada cultura, em cada unidade da Federação (UF). Para cada combinação produto (p) e UF (i), estima-se a relação entre o componente cíclico da produtividade e medidas de intensidade de *El Niño* e *La Niña*,

$$y_{p,i,t} = c_{p,i} + \beta_{p,i}^{\text{Niño}} \text{Niño}_{p,i,t}^{j(p,i)} + \beta_{p,i}^{\text{Niña}} \text{Niña}_{p,i,t}^{j(p,i)} + u_{p,i,t}.$$

4/ Para uma análise mais detalhada dos potenciais impactos de *El Niño* no Brasil, ver a Nota Técnica El Niño 2026, elaborada por INPE, INMET, Funceme e Censipam.

5/ Segundo a NOAA, em escala global, episódios de *El Niño* estão associados a condições mais secas em partes da Oceania, do Sudeste Asiático e do norte da América do Sul, e a maior precipitação em regiões da costa oeste da América do Sul e do sul da América do Norte. Eventos de *La Niña*, por sua vez, tendem a estar associados a padrões aproximadamente inversos, com aumento das chuvas em partes da Oceania, do Sudeste Asiático e do norte da América do Sul e redução das precipitações em áreas da costa oeste da América do Sul e do sul da América do Norte.

6/ No âmbito do Banco Central do Brasil (BC), destacam-se os boxes El Niño, Chuvas e Principais Impactos Inflacionários, do Relatório de Inflação (RI) de dezembro de 2015; Evolução recente da inflação de alimentos, do RI de junho de 2016; e Evolução recente dos preços de alimentos no Brasil, do RI de setembro de 2023. Além disso, os modelos semiestruturais de pequeno porte do BC utilizam variáveis de clima como explicativas da inflação; por exemplo, ver o boxe Atualização dos modelos semiestruturais de pequeno porte do RI de junho de 2024.

7/ No escopo deste boxe, produtividade é definida como a razão entre a quantidade produzida e a área plantada.

8/ Produtos com peso relevante no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), como alimentos *in natura*, não têm necessariamente peso relevante para o Produto Interno Bruto (PIB). Em contrapartida, produtos com elevada participação no Valor Bruto de Produção, como soja e milho, destinam-se majoritariamente ao mercado externo ou ao consumo intermediário de outras atividades. Assim, seus efeitos sobre o IPCA tendem a ocorrer de forma mais indireta.

Nessa especificação, $y_{p,i,t}$ representa o ciclo da produtividade[9] no ano t. As variáveis $\text{Niño}_{p,i,t}^{j(p,i)}$ e $\text{Niña}_{p,i,t}^{j(p,i)}$ correspondem, respectivamente, à intensidade das condições de *El Niño* e *La Niña* observada no trimestre centrado em j meses antes de dezembro do ano t. Formalmente, essas variáveis são definidas como:

$$\text{Niño}_{p,i,t}^{j(p,i)} = \begin{cases} 0, se\ \text{RONI}_{p,i,t}^{j(p,i)} \leq 0{,}5 \\ \text{RONI}_{p,i,t}^{j(p,i)} - 0{,}5, se\ \text{RONI}_{p,i,t}^{j(p,i)} > 0{,}5 \end{cases}$$

$$\text{Niña}_{p,i,t}^{j(p,i)} = \begin{cases} 0, se\ \text{RONI}_{p,i,t}^{j(p,i)} \geq -0{,}5 \\ \left|\text{RONI}_{p,i,t}^{j(p,i)}\right| - 0{,}5, se\ \text{RONI}_{p,i,t}^{j(p,i)} < -0{,}5 \end{cases}$$

Por construção, os regressores assumem valor positivo apenas quando o RONI ultrapassa o respectivo limiar (±0,5°C), sendo nulos caso contrário. Eles medem a intensidade das condições de *El Niño* e *La Niña* em determinado trimestre, mas não classificam anos como episódios desses fenômenos. Assim, os anos com regressores diferentes de zero não coincidem necessariamente com os classificados como episódios pela NOAA, cuja definição exige que o RONI permaneça além do limiar por cinco trimestres móveis consecutivos.

Os valores de $j(p,i)$ foram escolhidos de forma a refletir o período de maior influência das condições climáticas sobre a produtividade de cada cultura e UF.[10] Os parâmetros de interesse são $\beta_{p,i}^{Niño}$ e $\beta_{p,i}^{Niña}$, que sintetizam a relação entre a intensidade dos eventos climáticos e o ciclo da produtividade agrícola. Por exemplo, $\beta_{p,i}^{Niño}$ indica a variação aproximada, em pontos percentuais, do desvio da produtividade em relação à sua tendência para cada grau em que o RONI excede o limiar de 0,5°C no trimestre $j(p,i)$.[11] Permite-se que a magnitude e até mesmo o sinal dos efeitos se diferenciem entre culturas e regiões.

Para cada produto, foram selecionados para a estimação os estados cuja participação na área plantada em 2025 superou 1% da área plantada nacional. As equações dos estados selecionados foram estimadas conjuntamente pelo método *Seemingly Unrelated Regression* (SUR), que permite correlação contemporânea entre os resíduos das equações estaduais. Essa abordagem pode gerar ganhos de eficiência na estimação e fornece estimativas das covariâncias entre os coeficientes estimados nos diferentes estados.[12] Os resultados para o Brasil foram obtidos pela agregação dos coeficientes das UFs, ponderados pela participação de cada UF na área plantada nacional em 2025. A variância dos coeficientes nacionais considera a covariância estimada entre os coeficientes estaduais.[13]

9/ Ciclo estimado por meio de um filtro HP com $\lambda = 100$ no logaritmo das séries de produtividade em peso produzido por área plantada. A fonte é a pesquisa Produção Agrícola Municipal (PAM) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para os dados até 2024 e o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), também do IBGE, para os anos de 2025 e 2026.

10/ A seleção do trimestre j ocorreu em duas etapas: primeiro delimitou-se uma janela agronômica por produto e UF; em seguida, escolheu-se, dentro dessa janela, o trimestre com melhor ajuste. Para as lavouras temporárias, a janela foi definida em torno da fase de desenvolvimento potencialmente mais sensível às condições climáticas. A principal referência foi o Calendário de Plantio e Colheita de Grãos no Brasil 2022, produzido pela Companhia Nacional de Abastecimento (Conab). Para as culturas perenes, adotou-se uma janela uniforme compreendendo os trimestres com centro entre novembro do ano anterior à colheita e agosto do ano da colheita. Dentro da janela previamente definida, o trimestre j foi selecionado com base no critério de informação AICc. O mesmo trimestre foi utilizado para os regressores associados a eventos *El Niño* e *La Niña*. Ressalta-se que, devido à elevada persistência temporal do RONI, trimestres adjacentes frequentemente apresentaram valores muito próximos do AICc, sugerindo que o período de maior influência climática sobre a produtividade não pode ser identificado com precisão.

11/ Pela natureza da transformação logarítmica aplicada à produtividade, o ciclo constitui uma aproximação do desvio percentual da produtividade em relação à sua tendência. Essa aproximação é mais precisa para desvios de pequena magnitude e tende a subestimar (superestimar) o desvio percentual quando o ciclo é positivo (negativo).

12/ Como os resíduos das equações estaduais $u_{p,i,t}$ podem apresentar autocorrelação serial, inicialmente cada regressão foi estimada de forma isolada, admitindo-se resíduos não autocorrelacionados ou com estrutura AR(1), com seleção baseada no critério AICc. Quando identificado componente autorregressivo, aplicou-se a ambos os lados da equação o operador $(1 - \hat{\rho}L)$, em que $\hat{\rho}$ é o coeficiente do termo AR estimado e L é o operador de defasagem, transformando as variáveis em desvios em relação a uma parcela de seus valores defasados. O procedimento busca remover a dependência serial dos resíduos antes da estimação conjunta por SUR, preservando a possibilidade de correlação contemporânea entre os estados e sem alterar a interpretação dos coeficientes de interesse.

13/ O coeficiente agregado para o Brasil não possui interpretação direta em termos da resposta da produtividade a um trimestre específico do RONI. Isso ocorre porque os coeficientes estaduais são estimados utilizando janelas temporais potencialmente distintas, refletindo diferenças regionais nos calendários agrícolas.

Os produtos analisados são soja, milho, algodão herbáceo, arroz, cana-de-açúcar e café, que, em conjunto, respondem por aproximadamente 75% do valor da produção agrícola nacional.[14] No caso do milho, também é analisada a abertura pela primeira e segunda safras, dado o aumento da importância da segunda safra nas últimas décadas e a possibilidade de respostas distintas às condições climáticas. A amostra principal compreende o período de 1990 a 2026, totalizando 37 observações anuais. O número reduzido de observações e a quantidade limitada de episódios de intensidade elevada de *El Niño* e *La Niña* observados no período recomendam cautela na interpretação dos resultados.[15] Para o milho desagregado por safra, a amostra inicia-se em 2005, resultando em apenas 22 observações.[16]

Soja

A soja é o principal produto da agropecuária brasileira. Sua fase reprodutiva, que se estende aproximadamente de 45 a 100 dias após o plantio, é considerada o período de maior sensibilidade às condições climáticas. Isso se reflete nos trimestres selecionados como referência para avaliação do valor do RONI, que se concentram no segundo semestre do ano anterior ao da colheita. Por exemplo, para a produção de soja de 2026, tipicamente colhida entre os meses de janeiro e maio, o valor do RONI usado nas estimações situou-se, na maior parte das UFs, entre agosto e dezembro de 2025. Os resultados das estimações são apresentados na Tabela 1.

Tabela 1 – Soja

Resultado das estimações

UF	Peso	Trim.	beta estimado				R^2
	%		El Niño		La Niña		
BR	96,6		-0,00		0,05	*	0,03
RO	1,5	-15	-0,06		-0,06		0,07
TO	3,1	-13	-0,04		0,06		0,10
MA	2,9	-15	-0,23	***	-0,03		0,08
PI	2,2	-9	-0,68	***	0,20		0,36
BA	4,5	-15	-0,13	**	0,07		0,04
MG	5,0	-10	-0,01		0,02		0,00
SP	2,9	-15	-0,08	**	0,02		0,12
PR	12,2	-16	0,03		0,07		0,02
SC	1,7	-12	0,10	**	0,06		0,03
RS	14,2	-13	0,26	***	0,09		0,07
MS	8,9	-16	-0,04		0,05		0,04
MT	26,8	-14	-0,04	**	0,03		0,17
GO	10,7	-13	0,00		0,04	*	0,06

***, ** e *: coeficientes estatisticamente significativos a 1%, 5% e 10%, respectivamente. Estimação por SUR considerando apenas as UFs com área superior a 1% do total em 2025. Brasil é a agregação das UFs utilizadas na estimação. Trimestre indica o mês central do trimestre móvel do RONI utilizado na estimação, medido em meses em relação a dezembro do ano de referência da produção. Por exemplo, - 15 corresponde a setembro do ano anterior ao da produção.

14/ Segundo dados da PAM de 2024.

15/ No período de 1989 a 2025, houve 22 anos com condições de *El Niño* e 22 anos com condições de *La Niña*, considerando o critério de pelo menos um trimestre móvel com RONI acima de 0,5°C ou abaixo de –0,5°C, respectivamente. Sob os limiares de 1,5°C e –1,5°C, que caracterizam eventos fortes, foram registrados seis anos em cada caso. As contagens não são excludentes, uma vez que anos de transição podem ser computados nos dois grupos. A janela difere da amostra de estimação, de 1990 a 2026, porque as janelas de seleção do trimestre de RONI se iniciam no ano anterior ao da colheita.

16/ Embora existam observações para períodos ligeiramente mais longos, utiliza-se uma amostra comum entre as unidades da Federação de modo a maximizar a comparabilidade das estimações. As UFs incluídas representam 96,9% da produção nacional das culturas analisadas na amostra principal em 2025 e 93,5% no exercício de decomposição do milho por safra.

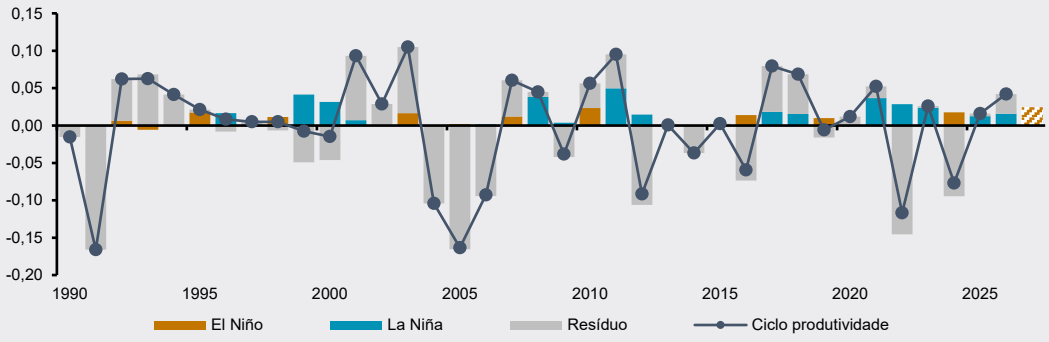
No agregado nacional, os efeitos estimados de *El Niño* sobre a produtividade da soja mostram-se reduzidos, refletindo a compensação entre impactos positivos e negativos observados em diferentes regiões do país.[17] Enquanto *El Niño* está associado a ganhos de produtividade no Rio Grande do Sul, em linha com o padrão de aumento das chuvas normalmente observado na Região Sul, o fenômeno apresenta associação negativa com a produtividade em áreas do Matopiba[18], especialmente no Piauí e no Maranhão.

Os efeitos estimados de *La Niña* são predominantemente positivos, mas, em geral, de magnitude moderada e menor significância estatística. Os resultados sugerem produtividades ligeiramente acima da tendência em diversos estados, embora a evidência seja menos robusta do que a observada para os impactos regionais associados ao *El Niño*.

Os Gráficos 3 a 7 apresentam a decomposição do ciclo da produtividade nos eventos *El Niño* e *La Niña* para o Brasil e quatro estados selecionados. As magnitudes das oscilações cíclicas são substancialmente maiores no Piauí e no Rio Grande do Sul quando comparadas às do Mato Grosso e de Goiás. Naqueles estados, os eventos *El Niño* e *La Niña* contribuem de forma relevante para as variações do ciclo da produtividade, não obstante a maior parte dessas variações ser explicada por outros fatores. No Piauí, os episódios de *El Niño* estão associados a quedas expressivas da produtividade, contribuindo para alguns dos principais desvios negativos observados ao longo da amostra. Em contraste, no Rio Grande do Sul, os mesmos eventos contribuem para desvios positivos de magnitude relevante, em linha com o padrão de aumento das precipitações normalmente associado ao fenômeno na Região Sul. Em Mato Grosso há contribuição negativa do *El Niño*, mas com desvios menores em relação à tendência. Em Goiás sobressaem os efeitos positivos do evento *La Niña*.

Gráfico 3 – Soja - BR

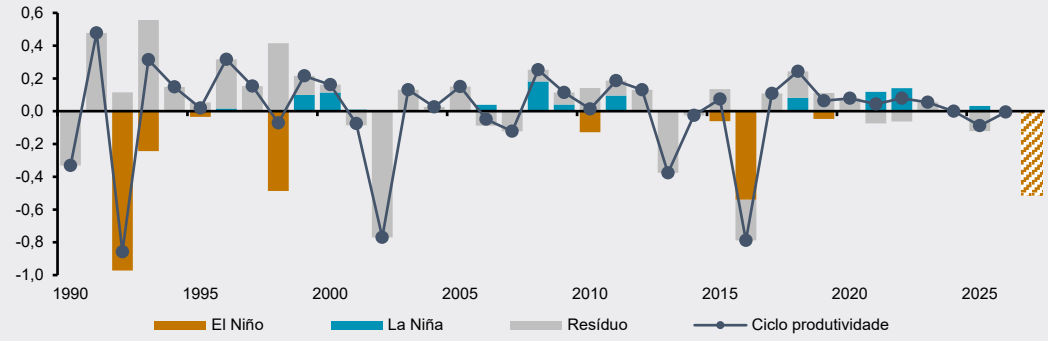
Decomposição do ciclo de produtividade



A barra hachurada ao final refere-se ao efeito estimado do El Niño para 2027, dada a trajetória observada e projetada para o RONI.

Gráfico 4 – Soja - PI

Decomposição do ciclo de produtividade



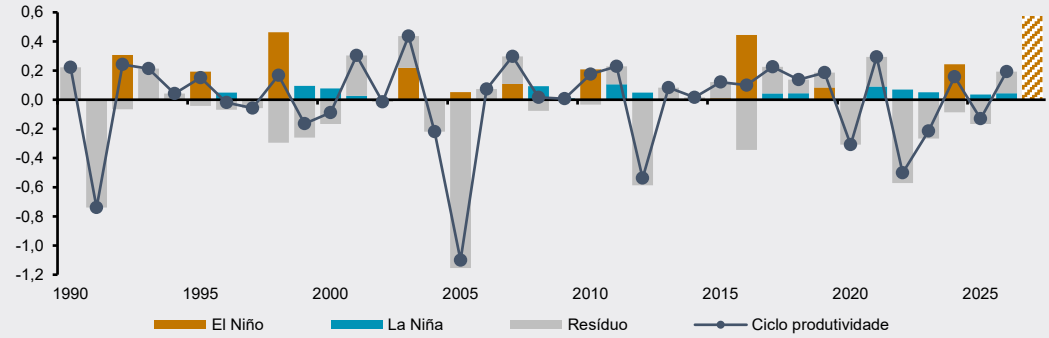
A barra hachurada ao final refere-se ao efeito estimado do El Niño para 2027, dada a trajetória observada e projetada para o RONI.

17/ Os efeitos de *El Niño* e *La Niña* podem não se refletir integralmente na produtividade observada. Esses fenômenos, por exemplo, podem alterar a probabilidade da necessidade de replantio, sem necessariamente afetar a produtividade final das lavouras. Nesse caso, embora o impacto sobre a quantidade produzida possa ser limitado, os custos de produção podem aumentar.

18/ Importante fronteira agrícola que abrange áreas de Maranhão, Tocantins, Piauí e Bahia.

Gráfico 5 – Soja - RS

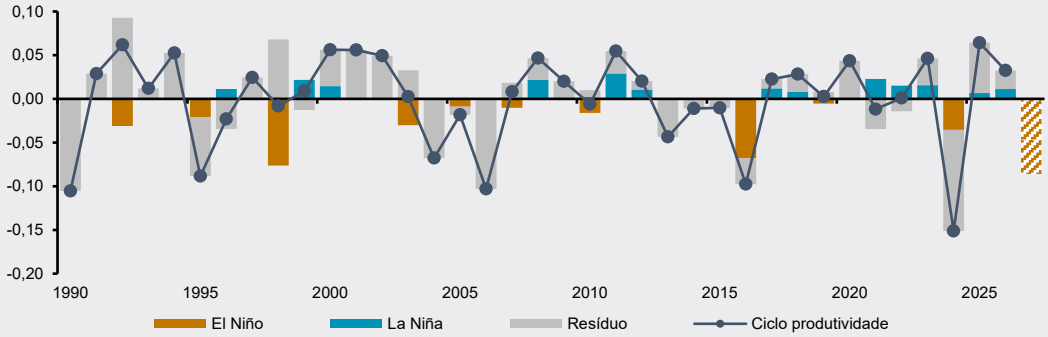
Decomposição do ciclo de produtividade



A barra hachurada ao final refere-se ao efeito estimado do El Niño para 2027, dada a trajetória observada e projetada para o RONI.

Gráfico 6 – Soja - MT

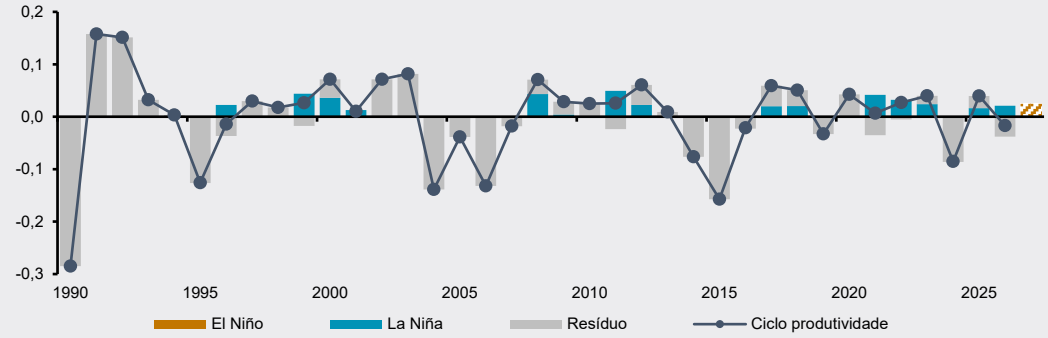
Decomposição do ciclo de produtividade



A barra hachurada ao final refere-se ao efeito estimado do El Niño para 2027, dada a trajetória observada e projetada para o RONI.

Gráfico 7 – Soja - GO

Decomposição do ciclo de produtividade



A barra hachurada ao final refere-se ao efeito estimado do El Niño para 2027, dada a trajetória observada e projetada para o RONI.

Milho

O milho, assim como a soja, tem na fase reprodutiva, que se estende aproximadamente entre 55 e 105 dias após o plantio, o período de maior sensibilidade às condições climáticas. Uma característica particular da produção de milho no Brasil, contudo, é a coexistência da primeira e da segunda safras, que apresentam calendários agrícolas distintos. Além disso, a segunda safra, historicamente denominada safrinha, ganhou importância crescente nas últimas décadas e atualmente responde pela maior parte da produção nacional. Como os eventos *El Niño* e *La Niña* podem afetar de forma distinta cada safra, a estimação dos efeitos sobre a produtividade agregada do milho torna-se mais desafiadora. Os resultados para a produtividade total do milho são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2 – Milho

Resultado das estimações

UF	Peso	Trim.	beta estimado				R^2
	%		El Niño		La Niña		
BR	96,8		-0,09	***	-0,15	***	0,05
RO	2,2	-15	-0,04		-0,15	***	0,16
PA	3,0	-7	0,02		-0,17	**	0,12
TO	2,5	-6	0,14	**	0,03		0,05
MA	2,4	-12	-0,22	***	-0,12	***	0,34
PI	2,1	-9	-0,61	***	0,10		0,33
CE	2,6	-9	-0,58	**	0,64	*	0,24
BA	2,7	-6	0,24	**	0,09		0,08
MG	4,9	-14	-0,03		-0,03		0,05
SP	3,3	-12	0,01		-0,07	***	0,09
PR	13,7	-9	-0,00		-0,26	***	0,21
SC	1,1	-7	0,24	**	-0,12		0,06
RS	3,2	-7	0,36	*	-0,43		0,08
MS	10,1	-9	-0,06		-0,30	***	0,09
MT	32,6	-14	-0,18	***	-0,19	***	0,52
GO	10,5	-15	-0,13	***	-0,07		0,18

***, ** e *: coeficientes estatisticamente significativos a 1%, 5% e 10%, respectivamente. Estimação por SUR considerando apenas as UFs com área superior a 1% do total em 2025. Brasil é a agregação das UFs utilizadas na estimação. Trimestre indica o mês central do trimestre móvel do RONI utilizado na estimação, medido em meses em relação a dezembro do ano de referência da produção. Por exemplo, - 15 corresponde a setembro do ano anterior ao da produção.

Os efeitos dos eventos *El Niño* e *La Niña* sobre a produtividade do milho mostram-se mais homogêneos do que os observados para a soja, com predomínio de coeficientes negativos, de magnitude relevante e, em diversos casos, estatisticamente significativos. Diferentemente da soja, em que efeitos positivos e negativos tendem a se compensar entre regiões, as estimativas para o milho sugerem impactos adversos mais disseminados pelo território nacional. Os coeficientes agregados para o Brasil são negativos e estatisticamente significativos tanto para *El Niño* quanto para *La Niña*, indicando que ambos os eventos estão associados a produtividades abaixo da tendência histórica.

A Tabela 3 complementa a Tabela 2 ao apresentar os resultados para a primeira e a segunda safras de milho separadamente, bem como uma reestimação da produtividade total utilizando apenas a amostra disponível para a desagregação por safras. A restrição da amostra não altera qualitativamente os resultados para o milho agregado, indicando que os efeitos estimados não decorrem da mudança do período analisado. A abertura por safras, contudo, revela diferenças importantes. Em geral, os episódios de *El Niño* estão associados a reduções de produtividade em ambas as safras, mas os efeitos tendem a ser mais intensos na segunda safra. O efeito negativo de *La Niña* sobre a produtividade do milho agregado, por sua vez, reflete os impactos negativos observados na segunda safra, que se sobrepõem aos efeitos positivos estimados para a primeira safra. Entre os principais estados produtores, destacam-se as respostas negativas de elevada magnitude da segunda safra a ambos os eventos.

Tabela 3 – Milho por safra

Resultado das estimações (amostras restritas)

UF	Peso	Total				1ª Safra				2ª Safra			
	%	El Niño		La Niña		El Niño		La Niña		El Niño		La Niña	
BR	93,5	-0,17	***	-0,17	***	-0,21	***	0,11	***	-0,29	***	-0,18	***
RO	2,2	0,60	***	0,08									
PA	3,0	0,21	*	-0,16	**	0,05		-0,01					
TO	2,5	-0,05	**	-0,03		-0,05		-0,01					
MA	2,4	-0,24	***	-0,18	***	-0,43	***	0,01					
PI	2,1	-0,31	***	0,11		-0,48	***	0,01					
CE	2,6	-0,39		0,76	***	-0,64	***	0,46	**				
RN						-1,37	***	0,52	*				
PB						-0,73	**	0,35					
PE						-1,01		0,43					
BA	2,7	-0,12	**	-0,03		-0,05		0,14	***	0,38		1,10	**
MG	4,9	-0,17	***	-0,03		-0,01		0,07	**	-0,98	***	-0,16	
SP													
PR	13,7	-0,13		-0,30	***	-0,02		0,01		0,14		-0,39	***
SC	1,1	0,30	**	-0,37	***	-0,03		0,01					
RS	3,2	0,36		-0,94	***	0,09		-0,02					
MS	10,1	-0,31	***	-0,34	***					-0,27	***	-0,32	***
MT	32,6	-0,22	***	-0,16	***	-0,01		0,06		-0,31	***	-0,14	**
GO	10,5	-0,35	***	-0,08		0,01		0,04		-0,06		-0,09	

***, ** e *: coeficientes estatisticamente significativos a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

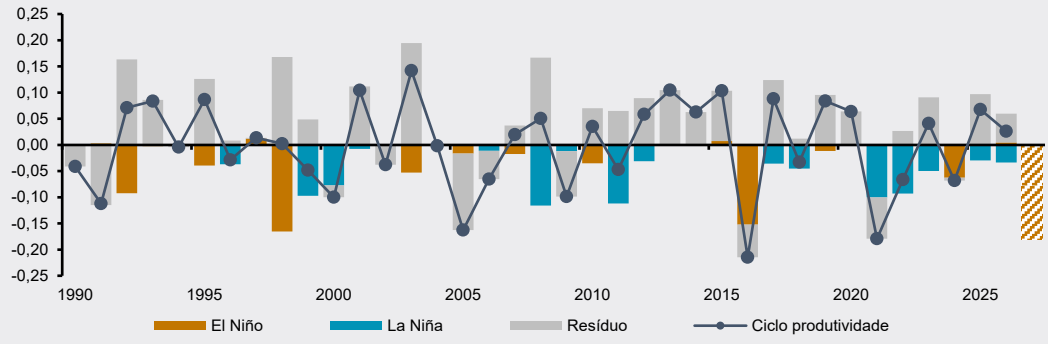
Estimação por SUR considerando apenas as UFs com área superior a 1% do total em 2025. Brasil é a agregação das UFs utilizadas na estimação.

A coluna peso refere-se à participação na área total. Como a participação de cada UF difere entre a produção total e as safras, o conjunto de estados estimados varia entre as colunas. Não há estimativa para SP em razão da indisponibilidade de dados abertos por safra em um ano da amostra.

Os Gráficos 8 a 11 apresentam a decomposição do ciclo da produtividade do milho agregado para o Brasil e do milho agregado e da primeira e segunda safras de Mato Grosso, principal produtor da cultura no país. No agregado, destacam-se os efeitos negativos de *El Niño*, associados às maiores quedas de produtividade observadas na amostra. Os efeitos adversos de *La Niña*, embora presentes, frequentemente foram compensados por outros determinantes do ciclo da produtividade. A abertura por safras indica que esses efeitos foram mais importantes para as oscilações da segunda safra. As projeções atuais para o RONI são compatíveis com um efeito negativo de magnitude elevada sobre o milho agregado em 2027.

Gráfico 8 – Milho total - BR

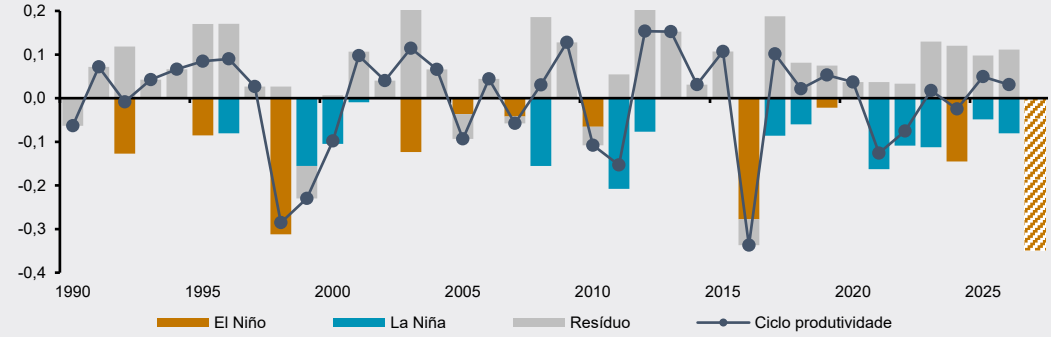
Decomposição do ciclo de produtividade



A barra hachurada ao final refere-se ao efeito estimado do El Niño para 2027, dada a trajetória observada e projetada para o RONI.

Gráfico 9 – Milho total - MT

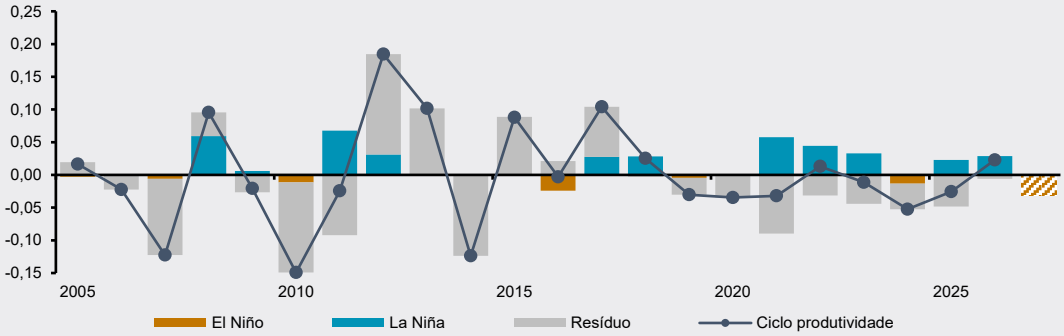
Decomposição do ciclo de produtividade



A barra hachurada ao final refere-se ao efeito estimado do El Niño para 2027, dada a trajetória observada e projetada para o RONI.

Gráfico 10 – Milho 1ª Safra - MT

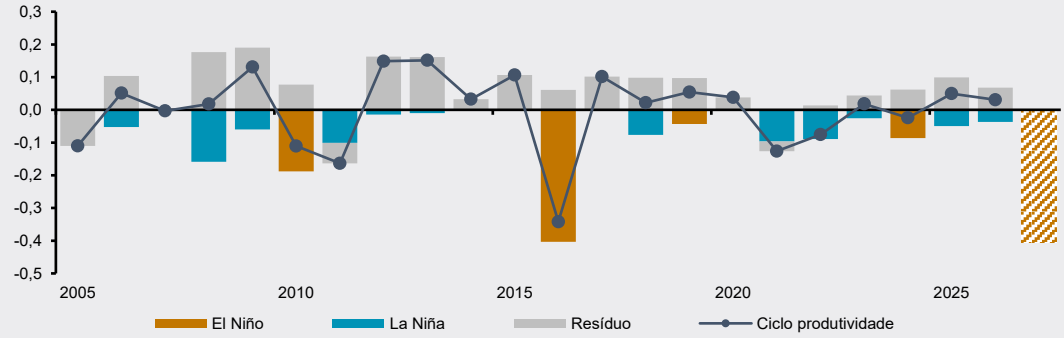
Decomposição do ciclo de produtividade



A barra hachurada ao final refere-se ao efeito estimado do El Niño para 2027, dada a trajetória observada e projetada para o RONI.

Gráfico 11 – Milho 2ª Safra - MT

Decomposição do ciclo de produtividade



A barra hachurada ao final refere-se ao efeito estimado do El Niño para 2027, dada a trajetória observada e projetada para o RONI.

Algodão

No algodão (Tabela 4), *El Niño* apresenta influência negativa sobre a produtividade. Os coeficientes são negativos e, para a maioria das UFs, de magnitude elevada e estatisticamente significativos. Mato Grosso, o principal produtor, constitui exceção, não sendo possível identificar efeitos relevantes do fenômeno sobre a produtividade. Na Bahia, segundo maior produtor, o coeficiente associado a *El Niño* mostra-se negativo e estatisticamente significativo. Contudo, embora a contribuição do evento para o ciclo da produtividade do estado seja relevante (Gráfico 13), sua magnitude é substancialmente inferior à dos fatores não captados pelo modelo, especialmente até meados da década de 2000.

Os efeitos de *La Niña*, por sua vez, revelam-se menos sistemáticos e, nos principais estados produtores, geralmente de pequena magnitude, resultando em um efeito próximo de zero para o Brasil.

Tabela 4 – Algodão

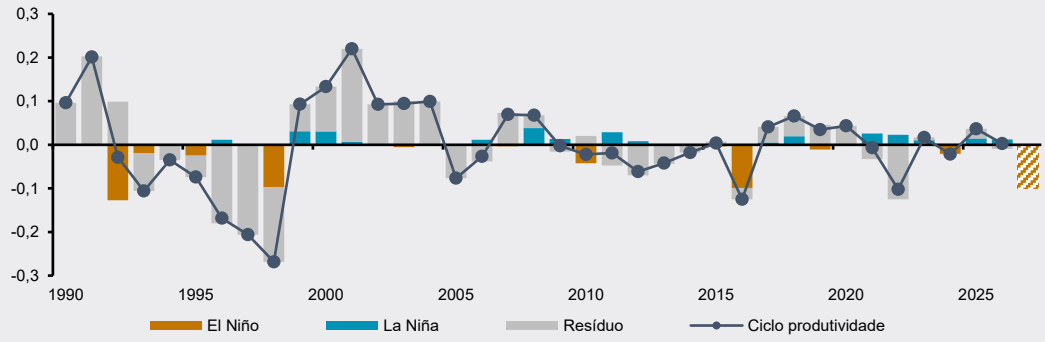
Resultado das estimações

UF	Peso	Trim.	beta estimado				R^2
	%		El Niño		La Niña		
BR	98,3		-0,08	***	0,03		0,16
MA	1,5	-9	-0,68	***	-0,33	*	0,36
PI	1,6	-9	-0,77	***	0,37		0,26
BA	18,6	-10	-0,24	***	0,10		0,15
MG	2,0	-9	-0,11	*	0,05		0,11
MS	1,5	-9	-0,25	***	-0,02		0,27
MT	71,4	-12	-0,01		0,02		0,01
GO	1,7	-12	-0,16	***	-0,03		0,08

***, ** e *: coeficientes estatisticamente significativos a 1%, 5% e 10%, respectivamente. Estimação por SUR considerando apenas as UFs com área superior a 1% do total em 2025. Brasil é a agregação das UFs utilizadas na estimação. Trimestre indica o mês central do trimestre móvel do RONI utilizado na estimação, medido em meses em relação a dezembro do ano de referência da produção. Por exemplo, - 15 corresponde a setembro do ano anterior ao da produção.

Gráfico 12 – Algodão - BR

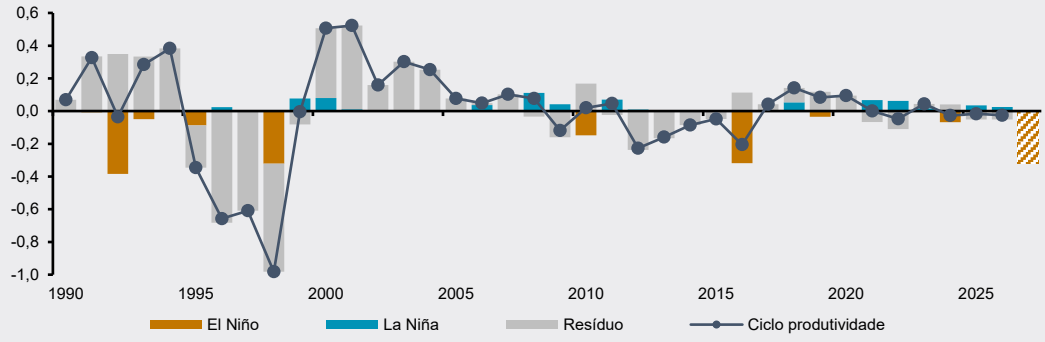
Decomposição do ciclo de produtividade



A barra hachurada ao final refere-se ao efeito estimado do El Niño para 2027, dada a trajetória observada e projetada para o RONI.

Gráfico 13 – Algodão - BA

Decomposição do ciclo de produtividade



A barra hachurada ao final refere-se ao efeito estimado do El Niño para 2027, dada a trajetória observada e projetada para o RONI.

Arroz

A Tabela 5 apresenta os resultados estimados para o arroz. Os coeficientes associados a *El Niño* mostram-se predominantemente negativos, frequentemente de magnitude relevante e estatisticamente significativos, inclusive para o agregado nacional. Em particular no Rio Grande do Sul, que responde por mais da metade da área plantada nacional, o coeficiente associado ao impacto negativo de *El Niño* é de magnitude relevante e estatisticamente significativo. Os efeitos de *La Niña*, por sua vez, mostram-se menos homogêneos e, nos principais produtores, geralmente de pequena magnitude, resultando em um coeficiente agregado para o Brasil próximo de zero.

Tabela 5 – Arroz

Resultado das estimações

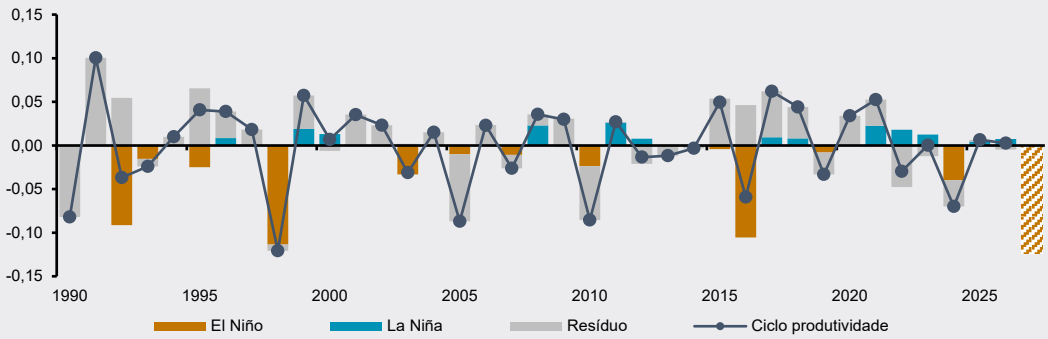
UF	Peso	Trim.	beta estimado				R^2
	%		El Niño		La Niña		
BR	96,3		-0,09	***	0,03	*	0,29
RO	2,9	-12	-0,04		-0,21	***	0,19
PA	2,1	-10	-0,06	**	-0,08	**	0,25
TO	7,6	-13	0,04		0,01		0,01
MA	4,4	-9	-0,43	***	0,05		0,60
PI	2,4	-9	-0,58	***	0,39	**	0,45
MG	1,2	-13	0,03		-0,02		0,04
PR	1,1	-15	-0,08		0,06		0,10
SC	8,2	-15	-0,01		-0,02		0,01
RS	55,3	-14	-0,09	***	0,05	*	0,44
MT	9,5	-8	-0,06		0,02		0,06
GO	1,7	-9	0,02		-0,06		0,02

***, ** e *: coeficientes estatisticamente significativos a 1%, 5% e 10%, respectivamente.
Estimação por SUR considerando apenas as UFs com área superior a 1% do total em 2025.
Brasil é a agregação das UFs utilizadas na estimação. Trimestre indica o mês central do trimestre móvel do RONI utilizado na estimação, medido em meses em relação a dezembro do ano de referência da produção. Por exemplo, - 15 corresponde a setembro do ano anterior ao da produção.

A decomposição do ciclo da produtividade do Rio Grande do Sul (Gráfico 15) mostra que os episódios de *El Niño* contribuíram para algumas das principais quedas de produtividade observadas ao longo da amostra. As projeções atuais para o RONI são compatíveis com um efeito adverso em 2027 de magnitude semelhante à observada durante os episódios de *El Niño* de 1998 e 2016.

Gráfico 14 – Arroz - BR

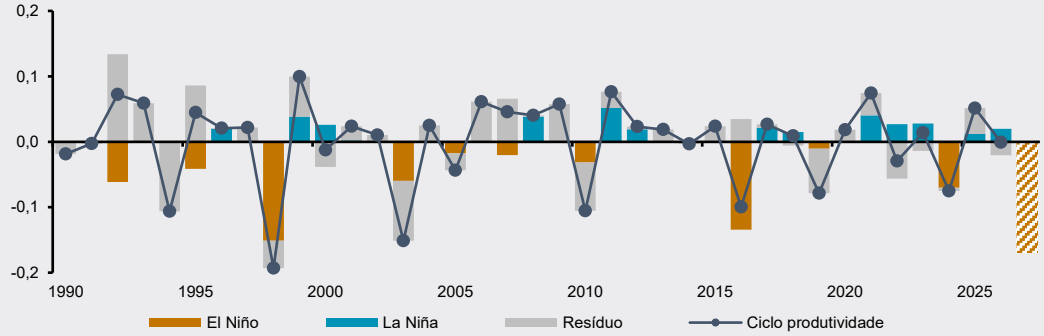
Decomposição do ciclo de produtividade



A barra hachurada ao final refere-se ao efeito estimado do El Niño para 2027, dada a trajetória observada e projetada para o RONI.

Gráfico 15 – Arroz - RS

Decomposição do ciclo de produtividade



A barra hachurada ao final refere-se ao efeito estimado do El Niño para 2027, dada a trajetória observada e projetada para o RONI.

Cana-de-açúcar

A Tabela 6 apresenta os resultados estimados para a cana-de-açúcar. As estimações não fornecem evidências de efeitos de magnitude expressiva de eventos *El Niño* e *La Niña* sobre a produtividade da cultura. Os coeficientes agregados para o Brasil são nulos, enquanto as estimativas estaduais revelam magnitudes geralmente reduzidas e pouca significância estatística. Esse resultado pode refletir características próprias da cultura, como seu ciclo produtivo mais longo, que tende a diluir os efeitos de choques climáticos concentrados em períodos específicos do seu desenvolvimento.

Tabela 6 – Cana-de-açúcar

Resultado das estimações

UF	Peso	Trim.	beta estimado				R^2
	%		El Niño		La Niña		
BR	95,3		0,00		0,00		0,03
PB	1,3	-5	0,00		-0,27	**	0,10
PE	2,5	-13	0,02		-0,03		0,08
AL	2,7	-13	0,04	*	0,07	**	0,10
MG	12,2	-5	-0,04	*	0,00		0,03
SP	50,4	-12	0,01		0,01		0,01
PR	5,3	-4	0,03		0,04		0,08
MS	7,5	-12	0,04	*	0,01		0,13
MT	2,7	-4	0,01		0,04		0,03
GO	10,7	-13	-0,02		-0,02		-0,00

***, ** e *: coeficientes estatisticamente significativos a 1%, 5% e 10%, respectivamente.
Estimação por SUR considerando apenas as UFs com área superior a 1% do total em 2025.
Brasil é a agregação das UFs utilizadas na estimação. Trimestre indica o mês central do trimestre móvel do RONI utilizado na estimação, medido em meses em relação a dezembro do ano de referência da produção. Por exemplo, - 15 corresponde a setembro do ano anterior ao da produção.

Café

A Tabela 7, com os resultados estimados para o café, indica que *La Niña* está associada a desvios positivos da produtividade. No caso do *El Niño*, os coeficientes são predominantemente negativos, mas de pequena magnitude e sem significância estatística para os principais produtores. O Gráfico 16 apresenta a decomposição

do ciclo da produtividade para o agregado do país. Os episódios de *La Niña* contribuem sistematicamente para aumentos de produtividade, embora sua magnitude seja inferior à dos fatores não captados pelo modelo.

Tabela 7 – Café

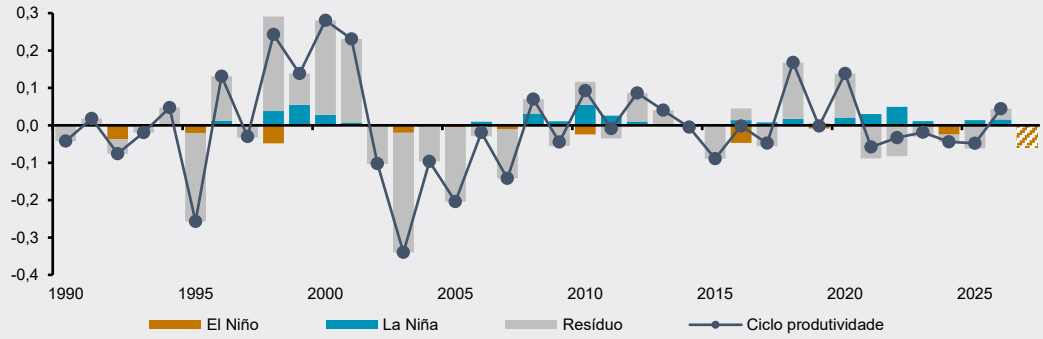
Resultado das estimações

UF	Peso	Trim.	beta estimado				R^2
	%		El Niño		La Niña		
BR	98,2		-0,03		0,11	*	0,10
RO	2,5	-6	-0,09		0,45	**	0,16
BA	6,6	-13	-0,23	***	-0,04		0,31
MG	55,7	-5	-0,00		0,11		0,08
ES	21,9	-12	-0,05		0,11		0,17
SP	10,2	-10	-0,01		0,06		0,04
PR	1,3	-5	0,38	*	0,48		0,16

***, ** e *: coeficientes estatisticamente significativos a 1%, 5% e 10%, respectivamente.
Estimação por SUR considerando apenas as UFs com área superior a 1% do total em 2025.
Brasil é a agregação das UFs utilizadas na estimação. Trimestre indica o mês central do trimestre móvel do RONI utilizado na estimação, medido em meses em relação a dezembro do ano de referência da produção. Por exemplo, - 15 corresponde a setembro do ano anterior ao da produção.

Gráfico 16 – Café - BR

Decomposição do ciclo de produtividade



A barra hachurada ao final refere-se ao efeito estimado do El Niño para 2027, dada a trajetória observada e projetada para o RONI.

Conclusão

Os resultados indicam que os efeitos de eventos *El Niño* e *La Niña* sobre a produtividade agrícola brasileira são heterogêneos entre culturas e regiões. Para milho, algodão e arroz, os episódios de *El Niño* tendem a estar associados a produtividades abaixo da tendência histórica na maioria das UFs, com magnitudes relevantes em vários casos. No caso da soja, os efeitos mostram-se mais heterogêneos entre regiões e próximos de zero em nível nacional, refletindo a compensação entre ganhos observados no Sul do país e perdas em parte do Matopiba. Os episódios de *La Niña* apresentam efeitos mais heterogêneos entre as culturas de grãos, com impactos positivos na soja, negativos no milho, sobretudo na segunda safra, e próximos da neutralidade no algodão e no arroz. Nas culturas permanentes, os resultados não permitem identificar impactos de *El Niño* e *La Niña* sobre a produtividade da cana-de-açúcar. O café, por outro lado, apresenta efeitos positivos associados a episódios de *La Niña* no agregado nacional. Exercícios de decomposição indicam que, embora os eventos climáticos contribuam de maneira relevante para oscilações da produtividade em vários casos, parcela substancial da variabilidade observada permanece associada a outros fatores não captados pelos modelos estimados.

Considerando as projeções atuais para o RONI, compatíveis com a ocorrência de *El Niño* até o segundo trimestre de 2027, os resultados sugerem efeitos adversos sobre a produtividade nacional de grãos. Esses impactos tendem a ser mais disseminados em culturas como milho, algodão e arroz, enquanto, no caso da soja, o principal efeito esperado é regional. No milho, em particular, o impacto negativo pode ser parcialmente mitigado pelo fato de o RONI já se encontrar em trajetória descendente durante parte das janelas mais relevantes para a segunda safra. Em conjunto, os resultados são compatíveis com um desempenho menos favorável da agropecuária em 2027, contribuindo para uma desaceleração do crescimento do Valor Adicionado Bruto do setor em direção a patamares mais próximos da estabilidade.

Contudo, a estimação dos efeitos de *El Niño* e *La Niña* sobre a produtividade agrícola é particularmente desafiadora. As amostras anuais são curtas e o número de eventos observados é limitado, especialmente no caso de episódios mais intensos, o que dificulta a identificação de efeitos. Assim, recomenda-se cautela na interpretação dos resultados. Além disso, as projeções para 2027 devem ser interpretadas como indicação de risco para a produtividade agrícola, e não como previsão de desempenho da safra. Embora os eventos climáticos possam contribuir de forma relevante para determinadas oscilações da produtividade, outros fatores respondem pela maior parte da variabilidade observada.

Projeções para a evolução do PIB em 2026 e 2027

A projeção de crescimento do PIB para 2026 foi revisada de 2,0% para 1,8%, enquanto a estimativa inicial para 2027 é de 1,4%. Mantém-se a expectativa de crescimento moderado da atividade econômica no segundo semestre de 2026 e ao longo de 2027.

A projeção de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) para 2026 foi revisada de 2,0%, no Relatório de Política Monetária (RPM) anterior, para 1,8%. A revisão incorpora tanto os primeiros indicadores do terceiro trimestre, que sugerem atividade mais fraca do que a anteriormente prevista, quanto uma composição menos favorável do crescimento no segundo trimestre. Embora o resultado agregado do PIB tenha superado ligeiramente o esperado, as surpresas positivas concentraram-se em segmentos menos sensíveis ao ciclo econômico, notadamente a agropecuária e a indústria extrativa. Os setores mais cíclicos da oferta e o consumo das famílias, por sua vez, surpreenderam em sentido oposto.

Para 2027, projeta-se crescimento de 1,4%, com expectativa de expansão moderada tanto nos componentes da oferta quanto na demanda. A projeção considera a manutenção da política monetária em terreno contracionista, a reduzida ociosidade dos fatores de produção, o cenário externo ainda bastante incerto e a diminuição dos impulsos fiscal e creditício. Espera-se, ainda, contribuição mais limitada da agropecuária e da indústria extrativa para o crescimento.

Revisão da projeção do PIB para 2026

Sob a ótica da oferta, houve elevação na projeção para a agropecuária e redução das estimativas para a indústria e para o setor de serviços. A projeção para os setores menos cíclicos aumentou de 2,1% para 2,4%, refletindo principalmente a expectativa de maiores avanços na agropecuária e na indústria extrativa. Em contrapartida, a estimativa para os setores mais sensíveis ao ciclo econômico recuou de 2,0% para 1,3%, evidenciando a perspectiva de moderação da atividade.[1]

A projeção de crescimento da agropecuária foi revisada de 1,7% para 2,8%. A revisão incorpora a elevação, de 1,2% para 2,0%, da estimativa do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para o crescimento anual da produção de grãos, especialmente em razão das revisões para as safras de milho e algodão.[2] Também considera o resultado mais forte do que o esperado do setor no segundo trimestre. A agropecuária registrou expansão expressiva no período, mesmo após o forte desempenho no trimestre anterior, impulsionado pela soja, cultura de peso relevante no setor e de colheita concentrada nos primeiros meses do ano.

A projeção para a indústria foi reduzida de 2,3% para 1,5%. A revisão reflete reduções nas estimativas para a indústria de transformação e para eletricidade e gás, água, esgoto e atividades de gestão de resíduos (EGAER), cujos resultados ficaram abaixo do esperado no segundo trimestre. No caso da transformação, os primeiros resultados de indicadores mensais para o terceiro trimestre também sugerem atividade contida no período. Em contrapartida, a projeção para a indústria extrativa foi elevada de forma expressiva, incorporando o forte desempenho no segundo trimestre, associado sobretudo ao aumento da produção de petróleo e gás.

1/ Classificação dos setores mais e menos sensíveis ao ciclo econômico, discutida em diversas edições 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.

2/ Segundo o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA – IBGE).

Para o setor de serviços, a projeção de crescimento foi revisada de 1,9% para 1,7%, com reduções nas projeções para a maior parte dos segmentos. Destacam-se as revisões para baixo em comércio e outros serviços e, em sentido oposto, a elevação da estimativa para serviços de informação. De modo geral, as alterações refletem tanto as surpresas nos resultados do segundo trimestre quanto os sinais fornecidos pelos primeiros indicadores mensais referentes ao terceiro trimestre.

Sob a ótica da demanda, a projeção de crescimento do consumo das famílias foi reduzida de 2,1% para 1,2%, enquanto a estimativa para a formação bruta de capital fixo (FBCF) foi elevada de 1,5% para 2,0%. Ambas refletem, em grande medida, as surpresas nos resultados do segundo trimestre.

A previsão para o crescimento das exportações permaneceu em 3,0%. A estimativa para as importações, por sua vez, aumentou de 2,0% para 3,5%, refletindo, principalmente, o resultado acima do esperado no segundo trimestre. Dadas as projeções atualizadas, as contribuições da demanda interna e do setor externo para a evolução do PIB em 2026 são estimadas em 1,9 p.p. e -0,1 p.p., respectivamente, ante 2,0 p.p. e 0,3 p.p. em 2025.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado no ano

Variação %

Discriminação	2024	2025	2026[1]	
			Anterior	Atual
Agropecuária	-3,7	11,7	1,7	2,8
Indústria	3,1	1,4	2,3	1,5
Extrativa mineral	0,5	8,6	7,0	10,0
Transformação	3,9	-0,2	1,5	-0,5
Construção civil	4,4	0,5	1,5	1,5
EGAER[2]	1,0	-0,4	1,2	0,0
Serviços	3,8	1,8	1,9	1,7
Comércio	3,8	1,1	2,0	1,3
Transporte, armazenagem e correio	1,9	2,1	0,8	1,0
Serviços de informação	6,1	6,5	6,0	7,5
Interm. financ. e serviços relacionados	5,5	2,9	2,0	1,8
Outros serviços	5,3	2,0	2,0	1,5
Atividades imobiliárias	3,1	2,0	2,4	2,3
Adm., saúde e educação públicas	1,7	0,5	1,0	0,7
Componentes mais cíclicos	4,2	1,4	2,0	1,3
Componentes menos cíclicos	1,7	3,7	2,1	2,4
Valor adicionado a preços básicos	3,1	2,4	2,0	1,7
Impostos sobre produtos	5,7	1,7	2,0	2,1
PIB a preços de mercado	**3,4**	**2,3**	**2,0**	**1,8**
Consumo das famílias	5,1	1,3	2,1	1,2
Consumo do governo	2,0	2,1	2,0	2,2
Formação bruta de capital fixo	6,9	2,9	1,5	2,0
Exportação	2,8	6,2	3,0	3,0
Importação	15,6	4,5	2,0	3,5

Fontes: IBGE e BC
1/ Estimativa.
2/ Eletricidade e gás, água, esgoto e atividades de gestão de resíduos.

Projeção do PIB para 2027

Pelo lado da oferta, os setores de agropecuária, indústria e serviços devem crescer 0,5%, 1,3% e 1,5%, respectivamente.

A agropecuária deve apresentar crescimento limitado em 2027. Os riscos climáticos são superiores aos usuais, diante da previsão de um episódio intenso de *El Niño*, que pode afetar a produtividade de importantes culturas.[3] O setor tende a enfrentar, ainda, condições menos favoráveis à atividade, em razão dos elevados preços dos insumos e do alto nível de endividamento dos produtores. Soma-se a esses fatores a elevada base de comparação deixada pela safra recorde de 2026.

Para a indústria e o setor de serviços, projetam-se taxas de crescimento ligeiramente abaixo das previstas para 2026. A maior parte dos segmentos de ambos os setores deve registrar expansão moderada. As exceções são a indústria extrativa e o segmento de informação e comunicação nos serviços, para os quais se esperam crescimentos relevantes, embora inferiores aos projetados para 2026. No caso da indústria extrativa, o desempenho esperado continua amparado por perspectivas favoráveis para a produção de petróleo e gás. Já para o segmento de informação e comunicação, a previsão de crescimento está associada à expectativa de continuidade do dinamismo que tem caracterizado essa atividade nos últimos anos.

Na demanda doméstica, projeta-se crescimento de 1,4% para o consumo das famílias, 1,0% para o consumo do governo e 1,5% para a FBCF.

O consumo das famílias deve manter ritmo moderado de expansão, semelhante ao previsto para 2026, refletindo a perspectiva de desaceleração gradual do mercado de trabalho, com menor crescimento da população ocupada e do rendimento médio, além dos níveis ainda elevados de endividamento e de comprometimento da renda com o serviço da dívida. O consumo do governo deverá crescer em ritmo mais contido, em linha com a expectativa de menor impulso fiscal. A FBCF, por sua vez, deve apresentar expansão modesta, inferior à projetada para 2026, em ambiente de política monetária ainda contracionista.

As exportações e as importações de bens e serviços devem crescer 2,0% e 1,5%, respectivamente, em ritmo inferior ao projetado para 2026. A desaceleração das exportações reflete, principalmente, a expectativa de menor expansão da agropecuária e da indústria extrativa. Já a moderação do crescimento das importações é consistente com a perspectiva de arrefecimento da demanda doméstica. Nesse cenário, as contribuições da demanda interna e da demanda externa líquida para o crescimento do PIB são estimadas em 1,3 p.p. e 0,1 p.p., respectivamente.

Tabela 2 – Produto Interno Bruto
Acumulado no ano

			Variação %
Discriminação	2025	2026[1]	2027[1]
Agropecuária	11,7	2,8	0,5
Indústria	1,4	1,5	1,3
Serviços	1,8	1,7	1,5
Valor adicionado a preços básicos	2,4	1,7	1,4
Impostos sobre produtos	1,7	2,1	1,5
PIB a preços de mercado	**2,3**	**1,8**	**1,4**
Consumo das famílias	1,3	1,2	1,4
Consumo do governo	2,1	2,2	1,0
Formação bruta de capital fixo	2,9	2,0	1,5
Exportação	6,2	3,0	2,0
Importação	4,5	3,5	1,5

Fontes: IBGE e BC
1/ Estimativa.

3/ Ver boxe Efeito dos eventos *El Niño* e *La Niña* sobre a produtividade das principais lavouras brasileiras neste RPM.

Estimativa dos reajustes salariais a partir das convenções coletivas de trabalho

O Banco Central do Brasil (BC) passa a divulgar mensalmente indicadores de reajustes salariais construídos com base nas convenções coletivas de trabalho (CCT). Este boxe apresenta e analisa esses dados, que ajudam a compreender a dinâmica do mercado de trabalho e sua relação com a inflação. Em particular, os indicadores mostram elevada aderência entre os reajustes nominais e a inflação passada e indicam predominância de ganhos salariais reais em momentos de taxa de desocupação baixa.

As CCT constituem fonte relevante para a avaliação das condições do mercado de trabalho por registrarem, de forma padronizada e com ampla cobertura setorial e geográfica, os reajustes pactuados entre entidades sindicais de trabalhadores e empregadores. Por isso, o BC passa a divulgar mensalmente, no Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS), indicadores de reajustes salariais construídos com base nas CCT registradas no Sistema de Negociações Coletivas de Trabalho (Mediador) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE).[1] As séries reúnem quatro grupos de indicadores: reajuste nominal, reajuste real, participação das convenções com reajustes inferiores, iguais ou superiores à inflação, e número de convenções utilizadas no cálculo.[2] A metodologia e a relação dos códigos no SGS constam de nota técnica específica.[3]

Tais indicadores contribuem para o acompanhamento da evolução dos reajustes salariais negociados no setor privado formal, mas não constituem medidas completas da variação dos rendimentos desses trabalhadores. Eles refletem exclusivamente os reajustes registrados nas convenções coletivas e não contemplam todos os elementos das convenções associados à remuneração. Entre os casos excluídos do cálculo dos indicadores, por não serem diretamente comparáveis, estão reajustes parcelados, multas, gratificações e reajustes de pisos salariais.[4] Ademais, os indicadores não captam fatores que podem afetar a remuneração, mas que não são registrados nas CCT, como progressões individuais na carreira e os efeitos de admissões, desligamentos e alterações na composição da ocupação. Nesse contexto, os indicadores derivados das CCT são analisados pelo BC em conjunto com outras fontes de informação sobre rendimentos, como a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) e o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged).[5,6]

1/ A Consolidação das Leis do Trabalho (CLT) determina que as CCTs e os acordos coletivos de trabalho (ACT) sejam registrados no Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Enquanto as CCT resultam de negociações entre sindicatos de trabalhadores e de empregadores, os ACT são firmados diretamente entre sindicatos de trabalhadores e empresas, sem a participação de sindicato patronal. Os indicadores produzidos foram elaborados exclusivamente com base nas CCT.

2/ O reajuste nominal e o reajuste real são apurados em média e mediana. Todos estão disponíveis pelos critérios de vigência e de registro para o agregado do país. Pelo critério de registro, o número de convenções e o reajuste nominal médio têm ainda abertura por setor de atividade. As séries têm frequência mensal, cobertura iniciada em janeiro de 2012 e divulgação até o dia 15 de cada mês, com referência ao mês anterior.

3/ Ver Nota Técnica nº 60, Estimativa dos reajustes salariais a partir das convenções coletivas de trabalho.

4/ Com o intuito de compor um indicador homogêneo de reajustes salariais, são excluídas da apuração convenções cujas características dificultam a comparação direta dos percentuais negociados com os das demais convenções. Em razão das exclusões, cerca de 75% das convenções são utilizadas no cálculo dos indicadores.

5/ As estimativas de reajustes salariais derivadas das CCT, por exemplo, têm sido recorrentemente apresentadas pelo BC na seção "Mercado de trabalho" do Capítulo 1 do Relatório de Política Monetária (RPM). A primeira utilização ocorreu na edição de dezembro de 2011 do Relatório de Inflação (RI), por meio do boxe Acompanhamento de Reajustes Salariais pelas Convenções Coletivas de Trabalho. Inicialmente, os reajustes eram calculados com as convenções dos estados de São Paulo e do Rio de Janeiro, mas, a partir da edição de junho de 2026 do RPM, passaram a contemplar todo o território nacional.

6/ Salvo indicação contrária, os resultados apresentados neste boxe referem-se às convenções de todos os setores de atividade.

Critérios temporais de acompanhamento

Os indicadores derivados das CCT podem ser organizados segundo dois critérios temporais distintos: a data de vigência do reajuste e a data de registro da convenção no MTE. A distinção decorre da própria dinâmica das convenções coletivas. As categorias usualmente negociam e assinam as convenções após a respectiva data-base, atribuindo-lhes vigência retroativa. Há, assim, defasagem entre o mês de vigência do reajuste e o mês em que a CCT é efetivamente registrada.

Como consequência, os indicadores calculados pelo critério de vigência incorporam as convenções de determinado mês de forma gradual. As primeiras apurações referentes a um mês específico baseiam-se apenas nos instrumentos já registrados naquele momento, e são posteriormente complementadas à medida que novas convenções com a mesma data de vigência ingressam na base. Dessa forma, as séries calculadas pelo critério de vigência estão sujeitas a revisões, especialmente nos primeiros meses após a data de vigência, até que a maior parte das convenções referentes ao período tenha sido registrada. Os indicadores calculados pelo critério de registro, por se basearem exclusivamente nas convenções que ingressam na base em cada período, não estão sujeitos a revisões. Apresentam, porém, a desvantagem de concentrar em um único mês convenções que entram em vigência em datas distintas.

Reajustes nominais

Os Gráficos 1 e 2 apresentam a evolução dos reajustes nominais médio e mediano, respectivamente, segundo os critérios temporais de vigência e de registro. As séries calculadas com base na data de vigência parecem antecipar os movimentos das séries apuradas pelo critério de registro. Esse comportamento reflete a defasagem entre a entrada em vigor dos reajustes e o efetivo registro das convenções no MTE.

Gráfico 1 – Reajuste nominal médio, critérios de vigência e registro

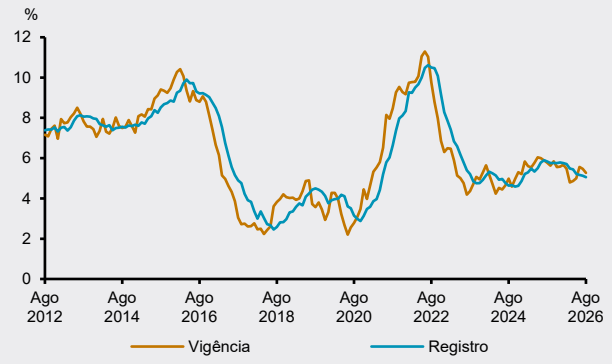
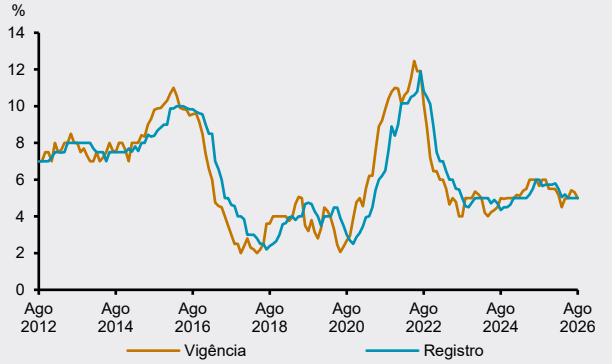


Gráfico 2 – Reajuste nominal mediano, critérios de vigência e registro

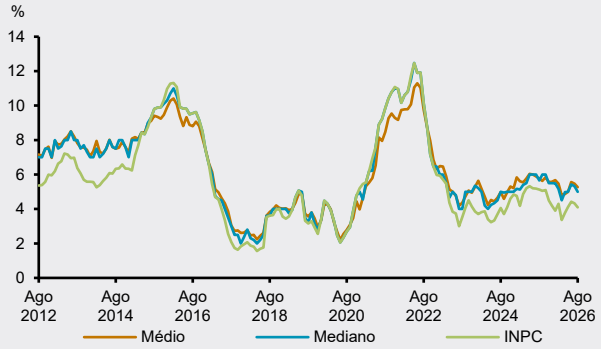


Reajustes reais e distribuição dos reajustes em relação à inflação

O Gráfico 3 compara os reajustes nominais médio e mediano, apurados pelo critério da data de vigência, com a variação acumulada do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) nos doze meses anteriores ao mês de vigência.[7] Embora não exista determinação legal para a reposição da inflação, observa-se elevada aderência entre os reajustes negociados e a inflação passada, o que pode contribuir para a persistência da inflação. Ainda assim, as negociações coletivas podem resultar em reajustes superiores ou inferiores à inflação acumulada, produzindo ganhos ou perdas reais para os trabalhadores. Esse aspecto é ilustrado no Gráfico 4, que apresenta a evolução dos reajustes reais médios calculados segundo os critérios de vigência e de registro.

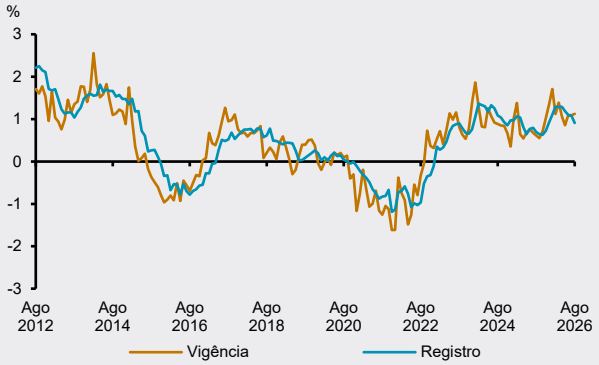
7/ O INPC foi escolhido como deflator por ser o índice de preços mais comumente citado nas CCT como referência para o reajuste salarial.

Gráfico 3 – Reajustes nominais médio e mediano versus INPC, critério de vigência



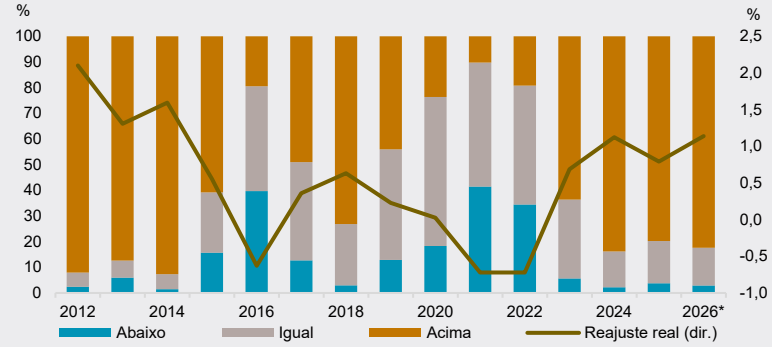
Fontes: IBGE e BC

Gráfico 4 – Reajustes reais médios, critérios de vigência e registro



Outra forma de avaliar a evolução dos reajustes consiste em analisar a distribuição das convenções coletivas em relação à inflação, identificando a parcela de reajustes abaixo, igual ou acima da variação do INPC.[8] Como mostra o Gráfico 5, o reajuste real médio e a participação de reajustes acima da inflação situaram-se em patamares mais elevados entre 2012 e 2014 e, novamente, após 2023. Esses períodos coincidem com níveis relativamente baixos da taxa de desocupação, o que é compatível com um ambiente de mercado de trabalho mais aquecido e propício à obtenção de ganhos reais nas negociações salariais.

Gráfico 5 – Distribuição dos reajustes em relação ao INPC e reajuste real médio, critério de vigência (médias anuais)



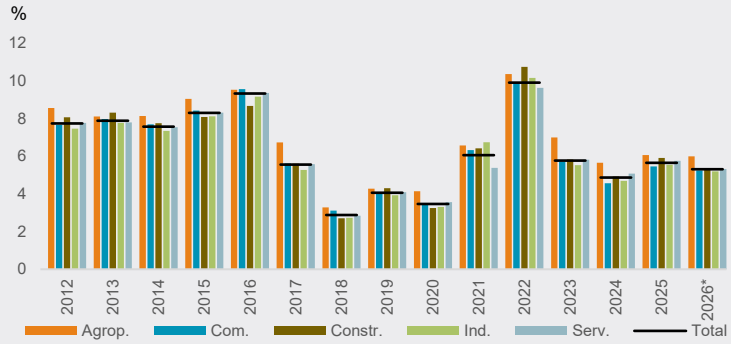
* Até agosto

Reajustes setoriais

Os dados das CCT permitem, ainda, o cálculo dos reajustes salariais desagregados por setor de atividade (agropecuária, indústria, construção, comércio e serviços). De modo geral, as séries setoriais apresentam trajetórias semelhantes, embora existam diferenças relevantes em determinados períodos, conforme ilustrado no Gráfico 6. Por exemplo, desde 2023, os reajustes observados na agropecuária têm superado os registrados nos demais setores.

8/ Os reajustes são classificados como acima da inflação quando excedem a variação do INPC em mais de 0,1 p.p. e como abaixo da inflação quando ficam mais de 0,1 p.p. abaixo dessa variação.

Gráfico 6 – Reajuste nominal médio, critério de vigência
Variações anuais



* Até agosto

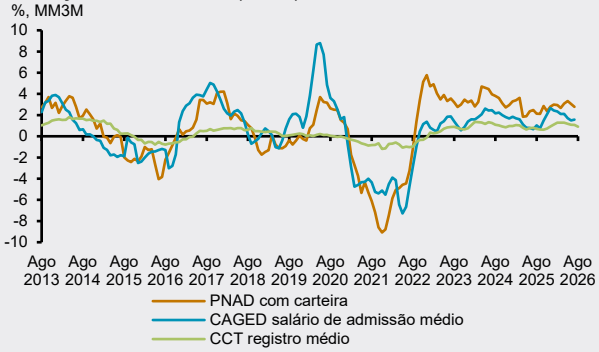
Comparação com outros indicadores de rendimento

Indicadores de reajustes salariais produzidos a partir das CCT complementam dados de rendimentos de outras fontes. O Gráfico 7 compara o reajuste real médio das CCT, obtido a partir do critério de registro, com as variações interanuais do salário real de admissão, de acordo com o Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged), e do rendimento médio dos empregados do setor privado com carteira, segundo a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua).

De 2013 até o final de 2019, com exceção do período entre o início de 2017 e meados de 2018, as três medidas apresentaram dinâmicas relativamente semelhantes. Com a eclosão da pandemia, contudo, o salário médio de admissão do Novo Caged e o rendimento médio da PNAD Contínua registraram altas expressivas, enquanto o reajuste médio das CCT permaneceu próximo de zero em termos reais. Entre o início de 2022 e meados de 2023, observou-se o movimento inverso: o salário de admissão e o rendimento médio recuaram de forma acentuada, ao passo que os reajustes médios das CCT ficaram ligeiramente abaixo da inflação. Essas divergências provavelmente refletem, ao menos em parte, efeitos de composição não captados pelos indicadores derivados das CCT. Nos primeiros meses da pandemia, a redução relativa da participação de trabalhadores de menor remuneração elevou tanto o salário médio de admissão quanto o rendimento médio. Com a normalização da atividade e o retorno gradual desses trabalhadores à ocupação, ocorreu o movimento inverso, pressionando essas medidas para baixo.[9]

A partir de 2023, as três medidas passaram a apresentar variações reais positivas, indicando que os rendimentos dos trabalhadores, em média, superaram a inflação, em cenário de taxa de desocupação em patamar reduzido. Nesse período, o salário de admissão do Caged e o reajuste médio das CCT exibiram comportamentos relativamente próximos, enquanto a PNAD Contínua registrou ganhos reais mais pronunciados.

Gráfico 7 – Salários e rendimentos reais
Variações reais anuais (INPC)



Fontes: IBGE, MTE e BC

9/ Efeitos de mudanças na composição dos trabalhadores sobre o rendimento médio podem ser relevantes em alguns períodos, como evidenciado no boxe Efeito da composição da população ocupada no rendimento do trabalho do RI de setembro de 2021.

Revisões dos reajustes estimados por data de vigência

Conforme já mencionado, os indicadores apurados segundo o critério de vigência estão sujeitos a revisões à medida que novas convenções coletivas com vigência no período são registradas e incorporadas à base de dados. A magnitude dessas revisões é examinada nos Gráficos 8 e 9, que apresentam, para os reajustes médio e mediano, a distribuição das diferenças entre o reajuste final, obtido com as convenções registradas até doze meses após a data de vigência (t12)[10], e as estimativas preliminares calculadas com base em informações disponíveis em horizontes mais curtos.[11] Essa abordagem permite avaliar o impacto da incorporação gradual de novas convenções coletivas sobre as estimativas e a velocidade com que os indicadores convergem para seus valores finais.

No caso do reajuste médio no horizonte t0[12], para o período analisado, em 50% dos meses a diferença entre o valor final e a estimativa preliminar situou-se entre -0,34 e 0,10 p.p. (percentis 25 e 75). Considerando uma faixa mais ampla, em 80% dos meses essa diferença ficou entre -0,59 e 0,25 p.p. (percentis 10 e 90). À medida que novos registros são incorporados à base de dados, a magnitude dessas diferenças diminui substancialmente. No horizonte t3, por exemplo, a faixa delimitada pelos percentis 10 e 90 já diminui para -0,17 a 0,07 p.p. No caso do reajuste mediano, a amplitude do intervalo entre os percentis 25 e 75 recua mais rapidamente com a incorporação de novas convenções, chegando a zero já no horizonte t3. Considerando a faixa mais ampla, entre os percentis 10 e 90, a amplitude das revisões no horizonte t0 é mais elevada do que aquela obtida para o reajuste médio e o recuo é mais gradual.

Gráfico 8 – Distribuição da diferença entre o reajuste médio final e estimativas preliminares

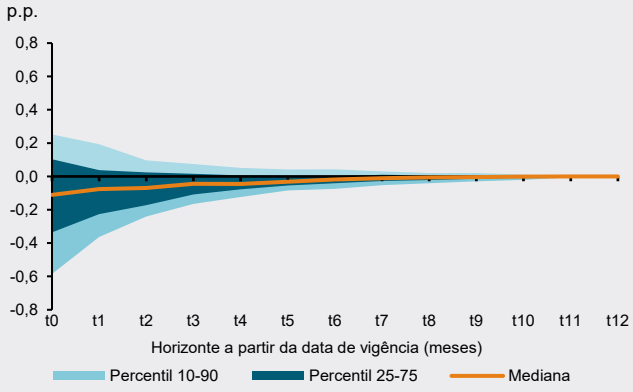
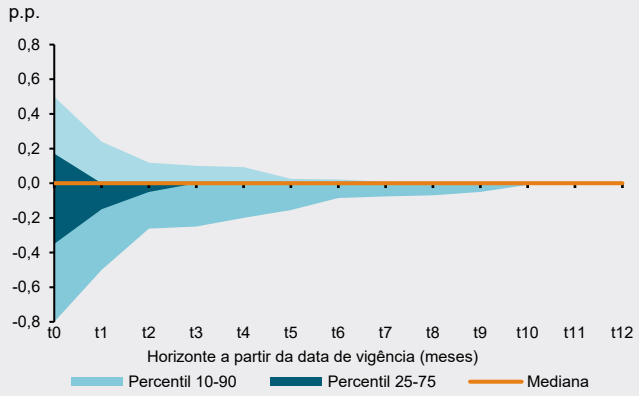


Gráfico 9 – Distribuição da diferença entre o reajuste mediano final e estimativas preliminares



Os resultados mostram que os indicadores calculados por data de vigência, em geral, ganham estabilidade em poucos meses. Ainda assim, os dados referentes aos períodos mais recentes devem ser interpretados com a devida cautela.

Conclusão

Os resultados apresentados mostram que os indicadores derivados das CCT fornecem informações relevantes sobre a dinâmica dos salários negociados no setor privado formal. A elevada aderência dos reajustes ao INPC sugere que a inflação passada é referência central nas negociações salariais. Ao mesmo tempo, os reajustes reais e a distribuição das convenções em relação à inflação fornecem sinais importantes sobre o grau de

10/ Em geral, a quase totalidade das convenções associadas a uma determinada data de vigência já foi incorporada à base até t12. Portanto, esse horizonte é utilizado como aproximação do valor final do indicador.

11/ O reajuste com vigência em janeiro de 2012, por exemplo, tem valor final apurado em janeiro de 2013 e estimativas preliminares apuradas mensalmente de janeiro de 2012 (t0) a dezembro de 2012 (t11) — entre elas, abril de 2012 (t3). Como o valor final exige doze meses adicionais de registros e a amostra se encerra em agosto de 2026, o exercício abrange as vigências de janeiro de 2012 a agosto de 2025.

12/ Ou seja, com uma janela de dados limitada ao período compreendido entre o início da amostra e a própria data de vigência (t0).

aquecimento do mercado de trabalho. A divulgação regular dessas informações no SGS amplia para toda a sociedade o conjunto de indicadores disponíveis para o acompanhamento do mercado de trabalho e de sua interação com a dinâmica inflacionária.

Projeções para a evolução do crédito em 2026 e 2027

A projeção de crescimento nominal do saldo do crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) em 2026 foi revisada de 9,0% para 9,1%, refletindo ajuste para cima nas carteiras com recursos direcionados e para baixo no crédito livre às pessoas físicas. Para 2027, projeta-se crescimento de 8,8%.

O crescimento interanual do saldo do crédito no SFN passou de 9,6% em abril para 9,5% em julho. Houve redução no ritmo de crescimento do crédito livre às pessoas físicas e do crédito direcionado às pessoas jurídicas, parcialmente compensada pelo aumento nos demais segmentos. Para o saldo agregado, os resultados permaneceram alinhados às projeções publicadas no Relatório de Política Monetária (RPM) anterior, mas houve pequenos desvios em seus componentes.

A variação interanual do saldo do crédito com recursos livres recuou 0,4 p.p. desde abril, com evolução abaixo do projetado nos segmentos de pessoas físicas e jurídicas. No segmento de pessoas físicas, o crescimento da carteira diminuiu 1,3 p.p., resultado parcialmente influenciado por cessões de crédito para fora do SFN. A variação do crédito livre para pessoas jurídicas aumentou 0,6 p.p., refletindo a elevação no saldo das operações de curto prazo.

O ritmo de expansão do saldo do crédito direcionado aumentou 0,3 p.p. entre abril e julho, com evolução acima do projetado em ambos os segmentos. A carteira com recursos direcionados para pessoas físicas foi impulsionada pelo financiamento habitacional. No segmento de pessoas jurídicas, as concessões recentes foram impulsionadas pelo programa Desenrola para Micro e Pequenas Empresas, que flexibilizou as condições de contratação de empréstimos no âmbito do Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe).

Nesse contexto, a projeção do crescimento nominal do saldo do crédito no SFN para 2026 foi revisada marginalmente, de 9,0% para 9,1% (Tabela 1). O crescimento esperado para o crédito com recursos livres diminuiu 0,6 p.p., para 7,2%, repercutindo a redução no segmento de pessoas físicas. Em contraposição, refletindo o desempenho acima do antecipado, o crescimento projetado para o crédito com recursos direcionados foi majorado em 1,0 p.p. em ambos os segmentos.

Para 2027, projeta-se crescimento do saldo de crédito agregado de 8,8%. A trajetória esperada embute aumento da taxa de crescimento do crédito livre em relação a 2026, impulsionado pela dinâmica mais positiva no financiamento às empresas. Em sentido oposto, espera-se moderação nas taxas de crescimento das carteiras com recursos direcionados, mas ainda permanecendo em patamares elevados.

Em termos reais, projeta-se crescimento de 3,7% no saldo de crédito total em 2026 e 4,7% em 2027, indicando desaceleração em relação ao observado em 2024 e 2025 (Gráfico 1). A evolução esperada permanece consistente com o cenário prospectivo para a atividade econômica doméstica e com os efeitos correntes e defasados da política monetária.

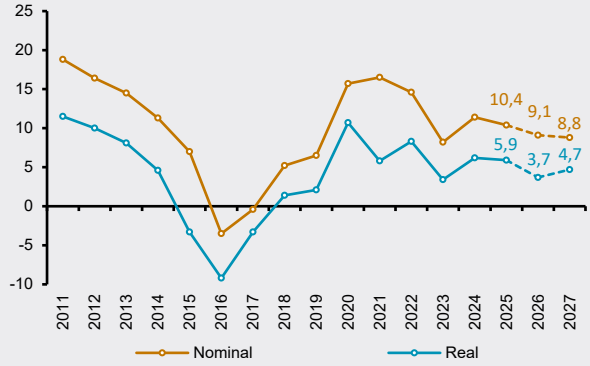
Tabela 1 – Saldo de crédito

Variação % em 12 meses

	Ocorrido			Proj. 2026		Proj. 2027
	2024	2025	Jul 2026	Anterior	Atual	Atual
Total	11,4	10,4	9,5	9,0	9,1	8,8
Livres	11,0	8,7	7,0	7,8	7,2	7,8
PF	12,7	13,5	10,8	10,0	9,0	9,0
PJ	8,8	2,2	1,4	4,5	4,5	6,0
Direcionados	11,8	12,8	12,8	10,7	11,7	10,0
PF	12,5	9,9	10,7	9,5	10,5	10,0
PJ	10,5	18,6	16,8	13,0	14,0	10,0
Total PF	12,6	11,9	10,8	9,8	9,7	9,4
Total PJ	9,4	8,1	7,4	7,8	8,2	7,7

Gráfico 1 – Saldo de crédito total

Var. % em 12 meses



Projeções para a evolução das contas externas em 2026 e 2027

A projeção de déficit na conta de transações correntes do balanço de pagamentos aumentou discretamente em 2026. Ainda assim, em linha com a moderação da atividade econômica doméstica, continua a expectativa de uma diminuição do déficit em relação aos níveis de 2024 e 2025. Para 2027, espera-se nova redução desse déficit, que deve continuar com composição semelhante à de 2026.

Este boxe apresenta a revisão da projeção das contas externas da economia brasileira para 2026 e a primeira estimativa para 2027. Para o ano corrente, espera-se déficit em transações correntes de US$60 bilhões, equivalente a 2,3% do Produto Interno Bruto (PIB), abaixo do observado em 2024 e 2025. O recuo projetado do déficit em relação ao ano anterior reflete a evolução positiva do saldo da balança comercial, ainda que persista a pressão dos déficits de serviços e rendas. Para 2027, projeta-se déficit em transações correntes de US$55 bilhões, ou 2,0% do PIB, com balança comercial influenciada por preços de exportação e importação ainda elevados e uma pequena diminuição dos déficits de serviços e rendas, em linha com o cenário para a atividade econômica doméstica. Para os dois anos, a projeção para o ingresso líquido de investimento direto no país (IDP) é de US$75 bilhões. O cenário das contas externas segue sujeito a riscos relevantes, destacando-se os oriundos das políticas comerciais adotadas por importantes parceiros, dos desdobramentos dos conflitos na Ucrânia e no Oriente Médio e de eventos climáticos como *El Niño*.

Tabela 1 – Projeções das contas externas

US$ bilhões

Discriminação	2025	2026	Proj. 2026		Proj. 2027
	Ano	Jan-Jul	Anterior	Atual	Atual
Transações correntes	-67	-36	-56	-60	-55
Balança comercial	60	43	78	75	77
Exportações	351	219	385	384	395
Importações	291	176	307	308	319
Serviços	-51	-33	-56	-56	-54
dos quais: viagens	-12	-9	-15	-15	-14
dos quais: transportes	-14	-8	-15	-15	-14
Renda primária	-81	-50	-83	-85	-83
dos quais: juros	-28	-18	-31	-32	-33
dos quais: lucros e dividendos	-54	-31	-52	-53	-50
Principais investimentos – passivos					
IDP	78	54	75	75	75
Inv. Carteira	15	17	15	15	7

Projeção para 2026

A projeção para o saldo comercial foi revisada ligeiramente para baixo em relação ao Relatório de Política Monetária (RPM) anterior. O valor projetado para as exportações diminuiu discretamente devido à menor alta

esperada dos preços. Contudo, mantém-se a expectativa de volume e preços elevados no ano, com destaque para o crescimento nas vendas de petróleo, soja e óleos combustíveis. As tarifas norte-americanas vigentes desde agosto de 2025 tiveram impacto limitado no agregado das exportações brasileiras até o momento, apesar de sua importância para alguns setores. Como discutido no capítulo 1 deste RPM, as tarifas dos Estados Unidos da América (EUA) sobre produtos brasileiros foram aumentadas novamente em julho. Todavia, a lista de isenções da tarifação abrange produtos importantes da pauta bilateral de comércio entre os países. Portanto, espera-se que, apesar do aumento da tarifa média nas exportações para os EUA, o impacto sobre o total das exportações brasileiras continue restrito. A projeção para as importações foi revisada ligeiramente para cima, incorporando crescimento maior no *quantum* de bens de capital e bens de consumo durável.

A projeção para o déficit na conta de serviços em 2026 não sofreu alteração, uma vez que já considerava o aumento nas despesas com transportes, associado aos reflexos do encarecimento dos combustíveis nos custos logísticos globais, e os gastos recentes mais elevados com serviços de informação e com viagens internacionais. O déficit da conta de renda primária foi revisado discretamente para cima, incorporando a expectativa de aumento da lucratividade das empresas com participação societária de não residentes.

As projeções para o investimento direto e em carteira permaneceram inalteradas. Manteve-se, portanto, a expectativa de fluxo de entrada de IDP em nível próximo ao de 2025, impulsionado pela recuperação dos lucros reinvestidos. Para o investimento em carteira, após a forte entrada até abril e a perda de dinamismo seguinte, espera-se relativa neutralidade nos fluxos líquidos para o restante do ano.

Projeção para 2027

Para 2027, espera-se nova redução do déficit em transações correntes, para US$55 bilhões, equivalente a 2,0% do PIB. Em relação a 2026, projeta-se ligeira elevação do saldo comercial, com expansão das exportações e importações. O crescimento esperado para o valor exportado deve resultar de um *quantum* maior, concentrado na indústria extrativa, puxado por petróleo e minério de ferro. Em linha com a expectativa da produção doméstica, não se espera crescimento relevante do volume exportado de produtos agropecuários. Por sua vez, os preços de exportação devem permanecer relativamente estáveis. Nas importações, espera-se alguma recuperação no volume importado de bens intermediários e moderação no crescimento de bens de consumo duráveis e bens de capital.

Nas contas de serviços e renda primária, a projeção para 2027 aponta pequenos recuos dos déficits, resultantes do menor dinamismo da atividade econômica doméstica e de alguma acomodação dos mercados internacionais. Na conta de renda primária, a pequena redução do déficit deve refletir menores despesas líquidas com lucros e dividendos. Na conta financeira, o IDP deve manter-se estável em US$75 bilhões – equivalente a 2,7% do PIB – e a entrada líquida de investimentos em carteira deve continuar positiva, ainda favorecida pelo diferencial de taxas de juros domésticas e internacionais.

Gráfico 1 – Transações correntes

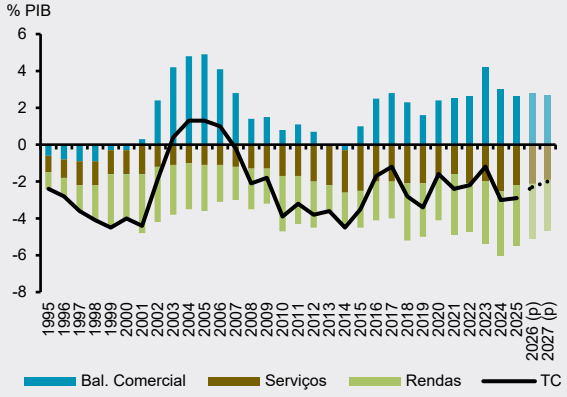
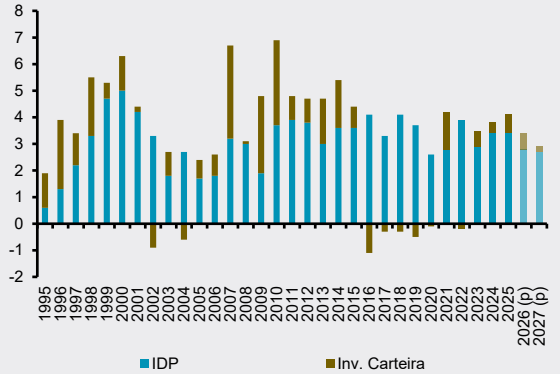


Gráfico 2 – Investimentos – passivos



Choque nos preços de petróleo e derivados: evidências de efeitos primários na inflação brasileira

Este boxe discute os impactos primários do recente aumento dos preços internacionais do petróleo e derivados, associado ao conflito no Oriente Médio. Além do efeito direto sobre os combustíveis consumidos pelas famílias, o choque elevou custos em diversas cadeias produtivas, afetando derivados de petróleo, produtos químicos, produtos plásticos, fertilizantes e outros segmentos. Estimativas sugerem que o impacto indireto sobre a inflação pode ser tão relevante quanto o direto, embora sua mensuração seja mais difícil. Apesar da reversão parcial de alguns preços, persistem riscos de repasse para a inflação no curto prazo.

Introdução

Choques nos preços de petróleo e derivados afetam a inflação por diferentes canais. Seguindo a classificação analítica apresentada em relatórios recentes do Banco da Inglaterra, os impactos desse tipo de choque sobre a inflação podem ser classificados em efeitos primários, subdivididos em efeitos diretos e indiretos, e em efeitos de segunda ordem.[1]

Dentro dos impactos primários, os efeitos diretos decorrem do consumo pelas famílias de bens afetados de forma imediata pelo choque de preços, como a gasolina. Também dentro dos impactos primários, há os efeitos indiretos, que refletem o repasse dos custos mais elevados de petróleo e derivados ao longo das cadeias produtivas, pressionando os preços de outros bens e serviços consumidos pelas famílias. Um exemplo de efeito indireto é a alta no preço de passagens aéreas decorrente do aumento dos custos com querosene de aviação, insumo com peso significativo nos custos das companhias aéreas. Tipicamente, os efeitos diretos são sentidos mais rapidamente do que os efeitos indiretos, que podem apresentar defasagens maiores conforme se propagam pelas cadeias produtivas.

Choques nos preços de petróleo e derivados podem também dar origem a efeitos de segunda ordem. Esses efeitos ocorrem quando a elevação inicial da inflação, decorrente dos efeitos primários, afeta a formação de preços e salários — por exemplo, ao elevar as expectativas de inflação de empresas e famílias. Esse processo pode alimentar novos aumentos de preços, inclusive em bens e serviços não afetados direta ou indiretamente pelo encarecimento desses insumos.

Diante do recente aumento dos preços internacionais do petróleo e derivados, associado ao conflito no Oriente Médio, este boxe discute os efeitos primários desse choque na economia brasileira. A possível propagação das pressões inflacionárias por meio de efeitos de segunda ordem é analisada no boxe Choque nos preços de petróleo e derivados: evidências de efeitos de segunda ordem na inflação brasileira deste Relatório de Política Monetária (RPM).

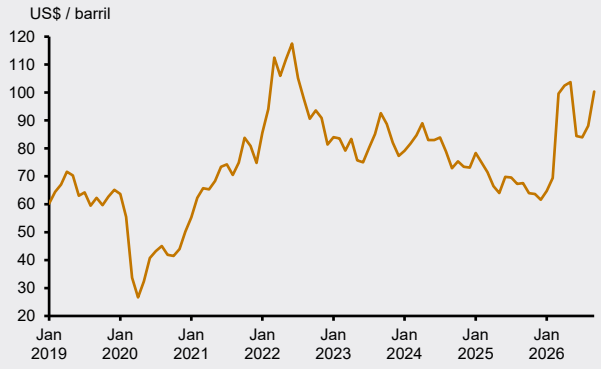
Repasse ao longo das cadeias de produção

A interrupção do fluxo de navios pelo Estreito de Ormuz reduziu a oferta mundial de petróleo e provocou forte elevação dos preços do produto. Nos meses anteriores ao início do conflito, o barril do petróleo *Brent*

1/ Esse arcabouço analítico é sintetizado no boxe A do *Monetary Policy Report* do Banco da Inglaterra de julho de 2026. O boxe B da mesma edição e os boxes A, B, C e G da edição de abril de 2026 aprofundam diferentes dimensões da transmissão de choques de energia.

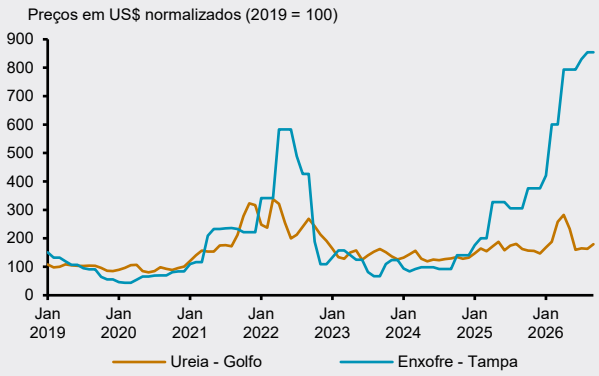
era negociado abaixo de US$65. Após o fechamento do estreito, o *Brent* atingiu pico diário próximo de US$120, com médias mensais ao redor de US$100 entre março e maio (Gráfico 1). A cotação do *Brent* recuou entre junho e agosto, com a retomada parcial do tráfego marítimo pelo estreito e a perspectiva de resolução do conflito na região, mas voltou a subir mais recentemente, para patamar acima de US$100 por barril. O fechamento do estreito também afetou mercados relacionados à produção de petróleo e gás, como os de ureia e enxofre (Gráfico 2).

Gráfico 1 – Preço do petróleo Brent - 1º futuro



Fonte: Bloomberg

Gráfico 2 – Preços da ureia e do enxofre - EUA



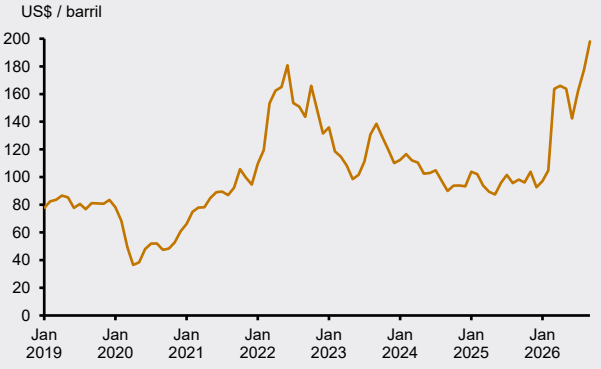
Fonte: Bloomberg

A alta nas cotações do *Brent* foi acompanhada por aumento expressivo das margens de refino, medidas pelo *crack spread* — diferença entre o preço do derivado e o preço do petróleo. Em dólares por barril, a elevação dos *crack spreads* no mercado internacional superou a alta no preço do petróleo bruto. Na comparação entre janeiro e agosto, as cotações do *Brent* aumentaram US$23 por barril, enquanto as da gasolina e do diesel nos Estados Unidos (EUA) subiram US$58 e US$80, respectivamente (Gráficos 3 e 4).[2] A alta das margens de refino reflete tanto os desdobramentos diretos do conflito no Oriente Médio quanto os ataques a refinarias russas promovidos pela Ucrânia nos últimos meses. As cotações dos contratos futuros do petróleo e dos derivados indicam que essas margens devem permanecer elevadas pelo menos até o fim de 2026, especialmente no caso do diesel.

Gráfico 3 – Preço da gasolina no atacado - EUA

Fonte: Bloomberg - Gasolina RBOB

Gráfico 4 – Preço do diesel no atacado - EUA



Fonte: Bloomberg - Diesel NY ULSD

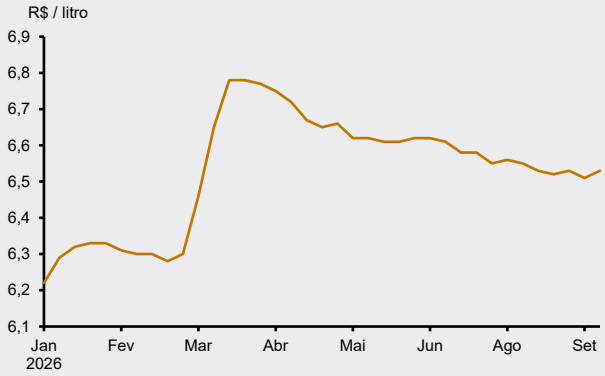
A transmissão do choque para os preços finais de combustíveis no Brasil foi rápida. Nas primeiras semanas após o aumento das cotações internacionais, o preço médio da gasolina C nos postos passou de R$6,28 para R$6,78 por litro, enquanto o preço do diesel aumentou de R$6,03 para R$7,45 (Gráficos 5 e 6). Esse movimento refletiu reajustes ao longo da cadeia de distribuição de combustíveis, mesmo sem alteração nos preços de referência das principais refinarias do país.[3] A partir de março, o governo federal adotou medidas para mitigar

2/ Nos EUA, entre março e agosto, o *crack spread* da gasolina apresenta alta sazonal, decorrente da mudança na composição do combustível no país. Contudo, a alta observada em 2026 excedeu substancialmente o padrão sazonal, e o *crack spread* da gasolina permanece elevado em setembro.

3/ Com base em dados de 2025, o Brasil refina aproximadamente 90% da gasolina A e pouco mais de 70% do diesel consumidos no mercado doméstico. A Petrobras opera a maior parte do parque de refino nacional e adota uma política de preços que busca mitigar o repasse, para os preços domésticos, da volatilidade de curto prazo observada nas cotações internacionais.

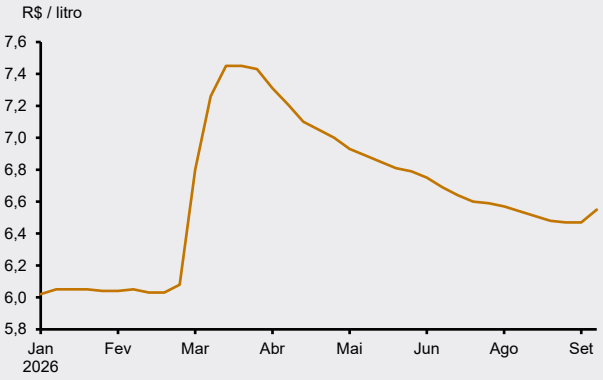
a alta do diesel e, no final de maio, instituiu subvenção para a gasolina, de menor magnitude.[4] Essas medidas, em conjunto com a queda sazonal do preço do etanol anidro e o recuo parcial da cotação do *Brent*, ajudam a explicar a moderação posterior dos preços da gasolina e do diesel ao consumidor.[5]

Gráfico 5 – Preço da gasolina ao consumidor no Brasil



Fonte: ANP

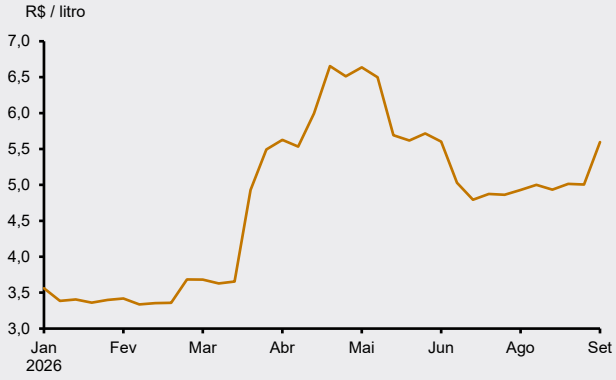
Gráfico 6 – Preço do diesel ao consumidor no Brasil



Fonte: ANP

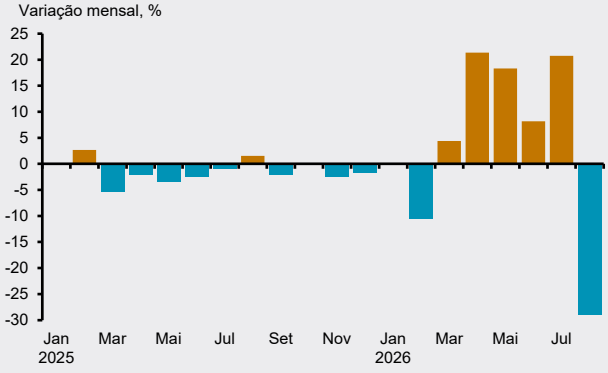
Os preços domésticos de outros derivados também responderam de forma intensa ao choque nos preços internacionais. O querosene de aviação avançou de R$3,35 no final de fevereiro para um pico de R$6,65 em maio — alta de 98% (Gráfico 7). Asfalto, nafta, óleo combustível e óleo lubrificante acumularam, em conjunto, alta de 96% entre março e julho (Gráfico 8).

Gráfico 7 – Preço do querosene de aviação no Brasil



Fonte: ANP - Preço médio de importadores e produtores

Gráfico 8 – IPA-DI - Outros derivados do petróleo



Fontes: FGV Dados, BC (agregação)

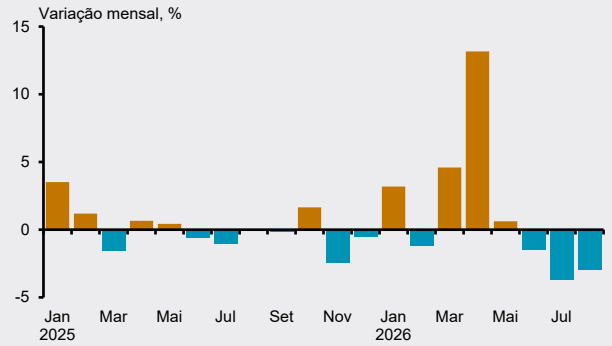
A elevação de preços alcançou as indústrias dos segmentos posteriores ao refino, embora com menor intensidade. Entre março e maio, os preços de químicos orgânicos, resinas e elastômeros aumentaram,

4/ Em 12 de março foi editada a Medida Provisória (MP) 1.340, que criou subvenção ao produtor e importador de R$0,32 por litro de óleo diesel. Na mesma data foi editado o Decreto 12.875, que zerou a incidência de Programa de Integração Social (PIS) e Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) sobre o óleo diesel até o fim de maio. Em 7 de abril foi editada a MP 1.349, que expandiu em R$0,80 a subvenção por litro de óleo diesel nacional e em R$1,20 a subvenção por litro de óleo diesel importado. Na mesma data foi publicado o Decreto 12.923, que zerou o PIS e Cofins incidentes sobre a importação e comercialização de biodiesel. Em 13 de maio foi publicada a MP 1.358, autorizando nova subvenção aos produtores e importadores de combustíveis derivados de petróleo, regulamentada pelo Decreto 12.984 de 25 de maio. No caso da gasolina, foi definida subvenção de R$0,44/L pela Portaria MF 1.496 de 25 de maio de 2026, cujo prazo foi prorrogado pelas Portarias MF 2.198 de 23 de julho de 2026 e 2.571 de 25 de agosto de 2026. No caso do diesel, essa medida entrou em vigor em 1º de junho, definindo subvenção de R$0,3515/L por meio da Portaria MF 1.584 de 29 de maio de 2026. A subvenção substituiu a isenção de PIS e Cofins sobre o diesel, que expirou em 31 de maio de 2026, sendo encerrada em 1º de julho de 2026 pela Portaria MF 1.914 de 30 de junho de 2026. Em 30 de maio de 2026, foi publicada a MP 1.363, substituindo as subvenções anteriores aos produtores e importadores de diesel por outra de R$1,12/L. No dia 27 de agosto de 2026 foi sancionada a LC 235 que, entre outros temas, autoriza a União a reduzir a tributação sobre combustíveis mediante compensação por meio do acréscimo extraordinário da receita com o aumento do preço do petróleo. No dia 9 de setembro foi assinado o Decreto 13.116, reduzindo o PIS/Cofins incidente sobre a gasolina A em R$0,63/L e zerando as alíquotas sobre o etanol hidratado por trinta dias. No dia 11 de setembro foi publicada a MP 1.391, autorizando nova subvenção aos produtores e importadores de diesel. O ato do Ministério da Fazenda formalizando o valor e as datas específicas da nova subvenção não havia sido publicado até a data de corte deste RPM, mas havia sido anunciado o valor de R$1,00/L de diesel.

5/ O etanol anidro é um dos componentes da gasolina C comercializada nos postos. Entre março e julho, os preços ao produtor do etanol recuaram cerca de 25%, contribuindo para a moderação do preço da gasolina ao consumidor. O período é tipicamente favorável para os preços do etanol, em função da safra da cana-de-açúcar, principal matéria-prima utilizada na sua produção. Até agosto, o teor obrigatório de etanol anidro na gasolina C era de 30%. Em julho, o Conselho Nacional de Política Energética (CNPE) aprovou o aumento temporário do teor obrigatório de 30% para 32%, com vigência a partir de agosto (Resolução nº 9, de 14 de julho).

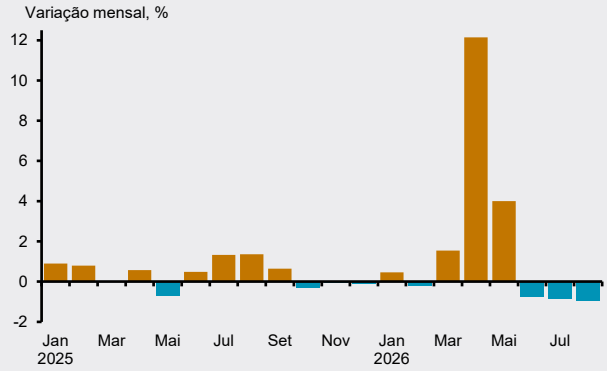
em conjunto, 19% (Gráfico 9). No mesmo período, produtos de material plástico e fibras e fios sintéticos acumularam alta de 18%, enquanto preços de fertilizantes, igualmente afetados pelo fechamento do Estreito de Ormuz, subiram 11% (Gráficos 10 e 11). Os preços ao produtor de bens de consumo, nos elos finais da cadeia industrial, também aceleraram ao longo do primeiro semestre. Na série que exclui alimentos e combustíveis, as variações trimestrais dessazonalizadas e anualizadas passaram de 1,7% em fevereiro para 3,7% em junho (Gráfico 12). Como esperado, o aumento da inflação desses bens de consumo, indiretamente afetados pela alta do petróleo, é muito menor do que o observado nos derivados e nos bens intermediários.

Gráfico 9 – IPA-DI - Químicos orgânicos, resinas e elastômeros



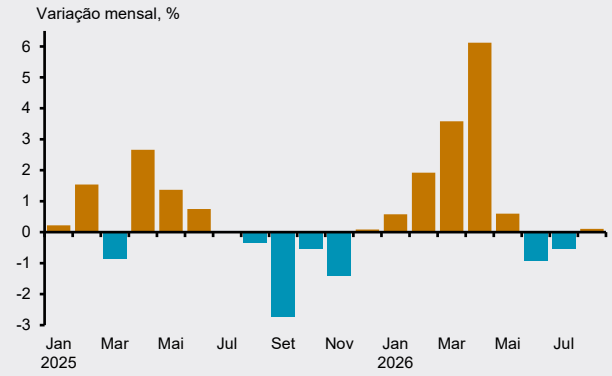
Fontes: FGV Dados, BC (agregação)

Gráfico 10 – IPA-DI - Fios e produtos de plástico



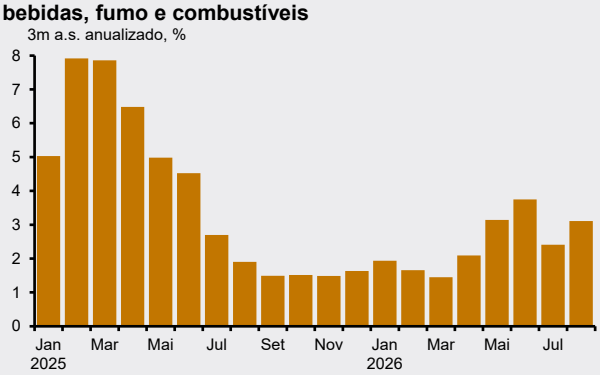
Fontes: FGV Dados, BC (agregação)

Gráfico 11 – IPA-DI - Fertilizantes e ácido sulfúrico



Fontes: FGV Dados, BC (agregação)

Gráfico 12 – IPA-DI - Bens de consumo ex-alimentos, bebidas, fumo e combustíveis



Fontes: FGV Dados, BC (agregação e ajuste sazonal)

As sondagens qualitativas corroboram o quadro de pressão de custos. Segundo a Confederação Nacional da Indústria (CNI), a proporção de empresas que apontaram a falta ou o custo de matérias-primas entre seus principais problemas passou de 17,3% no último trimestre de 2025 para 31,2% no segundo trimestre de 2026. A pesquisa também indicou piora na percepção das empresas sobre o preço médio das matérias-primas, disseminada entre diferentes segmentos da indústria. No *Purchasing Managers' Index* (PMI) do Brasil, indicadores de custos e preços finais também apresentaram alta após fevereiro, inclusive entre empresas do setor de serviços.[6] Por fim, a Pesquisa Firmus também captou efeitos do conflito na percepção das empresas sobre seus custos, como apresentado em boxe do RPM anterior e discutido em boxe deste Relatório.[7]

Impacto nos preços ao consumidor

Nos preços ao consumidor, o impacto direto do choque do petróleo pode ser mensurado a partir da alta da gasolina, do diesel e do gás de botijão. Entre março e abril, o aumento desses três combustíveis contribuiu

6/ O PMI é calculado para vários países, inclusive o Brasil, pela S&P Global.

7/ A Pesquisa Firmus é uma sondagem realizada pelo Banco Central do Brasil (BC) com o objetivo de captar a percepção de empresas não financeiras sobre a situação de seus negócios e sobre variáveis econômicas que influenciam suas decisões. No RPM de junho de 2026, foi publicado o boxe Impactos do conflito no Oriente Médio nas sondagens do Banco Central. Neste RPM, alguns indicadores da Firmus também são discutidos no boxe Choque nos preços de petróleo e derivados: evidências de efeitos de segunda ordem na inflação brasileira.

com 0,42 p.p. para a inflação do período. A gasolina respondeu por 0,33 p.p. desse total, refletindo seu peso mais elevado na cesta de consumo das famílias.

Os efeitos indiretos do choque sobre a inflação, por meio do repasse de custos ao longo das cadeias produtivas, são mais difíceis de mensurar. Isso decorre tanto da atuação simultânea de outros fatores que influenciam os preços quanto da natureza gradual e disseminada do processo de transmissão. Ainda assim, diferentes estimativas sugerem que esses efeitos podem ser quantitativamente relevantes.

O caso do diesel é ilustrativo. Seu impacto direto sobre a inflação é reduzido, em razão de seu peso relativamente pequeno na cesta de consumo das famílias. Por outro lado, o diesel é insumo fundamental para diversas atividades econômicas, incluindo o transporte de cargas e de passageiros, a operação de maquinário agrícola e a geração de energia. Sob a hipótese de repasse integral aos preços ao consumidor, uma estimativa baseada na Matriz de Insumo-Produto de 2015 sugere que o efeito primário total, direto e indireto, de uma alta no diesel é uma ordem de magnitude maior do que seu efeito direto isolado. Nessa estimativa, uma alta de 10% no preço do diesel ao distribuidor tem impacto primário total próximo de 0,2 p.p. no deflator do consumo das famílias, enquanto seu impacto direto é da ordem de 0,02 p.p.[8] Informações mais recentes corroboram essa estimativa. Com base em dados da Agência Nacional do Petróleo (ANP), as vendas de diesel no país em 2025 equivaleram a 2,1% do PIB anual, usando como referência o preço médio ponderado do diesel entre produtores e importadores do combustível.

O caso do diesel também exemplifica a complexidade da dimensão temporal dos efeitos primários indiretos, que tipicamente são mais defasados e espraiados do que os efeitos diretos.[9] Uma parcela importante do seu efeito indireto decorre do impacto sobre o custo do transporte coletivo urbano. As tarifas desse serviço são preços administrados, sujeitos a calendários próprios de reajuste e frequentemente influenciados por subsídios dos governos locais, o que impacta a velocidade e a intensidade do repasse do choque para os preços ao consumidor.

Conclusão

Desde o pico do choque, os preços da ureia, que haviam subido 50% entre fevereiro e abril, retornaram a patamares próximos aos observados antes do conflito (Gráfico 2). Entre junho e agosto, também houve alguma reversão nos preços dos derivados e de produtos de cadeias mais dependentes de insumos petroquímicos (Gráficos 7 a 11). Esse movimento sugere que o repasse do choque nos elos iniciais das cadeias produtivas pode estar próximo de se completar.

Ainda assim, permanecem riscos relevantes de repasse para a inflação no curto prazo. A retomada recente do conflito no Oriente Médio foi acompanhada por nova alta das cotações do petróleo. Além disso, os *crack spreads* da gasolina e do diesel seguem elevados, e os preços dos fertilizantes fosfatados, dependentes do enxofre como insumo, continuam pressionados. A evolução das desonerações e subvenções ao diesel e à gasolina também é fonte relevante de incerteza para os preços ao consumidor desses combustíveis. Por fim, sondagens empresariais ainda apontam pressão de custos, enquanto as defasagens inerentes à transmissão por cadeias produtivas mais longas sugerem que parte dos efeitos primários do choque ainda pode ser repassada aos preços ao consumidor.

8/ O impacto indireto efetivo da alta do diesel tende a ser menor do que o indicado pelo exercício, uma vez que as empresas podem absorver parte da alta dos preços de insumos em suas margens de resultado, pelo menos no curto e no médio prazo. As duas edições mais recentes da Pesquisa Firmus corroboram esse ponto e indicam que, em média, as empresas passaram a esperar margens menores após o choque do petróleo.

9/ Com foco no Reino Unido, o boxe G da edição de abril de 2026 do *Monetary Policy Report* do Banco da Inglaterra afirma que a velocidade de repasse típica de um choque nos preços do petróleo por meio de efeitos diretos seria de até um mês para combustíveis e de três a seis meses para preços de energia elétrica. No caso de efeitos indiretos, a velocidade seria de três a 24 meses.

Choque nos preços de petróleo e derivados: evidências de efeitos de segunda ordem na inflação brasileira

Este boxe analisa evidências recentes sobre possíveis efeitos de segunda ordem do choque nos preços de petróleo e derivados, associado ao conflito no Oriente Médio. Em geral, os indicadores de formação de preços e salários não apontam, até o momento, para propagação inflacionária relevante por meio de efeitos de segunda ordem. Ainda assim, alguns indicadores, particularmente as expectativas de inflação de empresas e consumidores e as expectativas das firmas para os custos de mão de obra, apontam para riscos de propagação que merecem acompanhamento.

Introdução

Conforme discutido no boxe Choque nos preços de petróleo e derivados: evidências de efeitos primários na inflação brasileira deste Relatório de Política Monetária (RPM), choques nos preços de petróleo e derivados afetam a inflação por diferentes canais. De um lado, há os efeitos primários, que podem ser diretos ou indiretos. Os efeitos diretos decorrem do consumo pelas famílias de bens afetados de forma imediata pelo choque de preços, como a gasolina, enquanto os efeitos indiretos refletem o repasse dos custos mais elevados de petróleo e derivados ao longo das cadeias produtivas. De outro, há os efeitos de segunda ordem, que ocorrem quando a elevação inicial da inflação, decorrente dos efeitos primários, afeta a formação de preços e salários. Dessa forma, as pressões inflacionárias tornam-se mais disseminadas e persistentes, o que faz com que os efeitos de segunda ordem sejam usualmente objeto de resposta por parte das autoridades monetárias.

Em complemento ao boxe que discute os efeitos primários do recente aumento dos preços de petróleo e derivados, este boxe analisa evidências de possíveis efeitos de segunda ordem. Em linha com a abordagem proposta pelo Banco da Inglaterra, são considerados três conjuntos de indicadores.[1] O primeiro diz respeito às condições da economia no momento do choque, que podem influenciar a materialização desses efeitos, como o grau de ociosidade e o comportamento prévio da inflação e das expectativas inflacionárias. Os outros dois conjuntos reúnem evidências mais diretas dos efeitos de segunda ordem, relacionadas à formação de preços e de salários. Nesse contexto, são analisados indicadores como expectativas de inflação de empresas e famílias e reajustes salariais.

Condições iniciais da economia

As condições da economia brasileira em 2026 oferecem sinais mistos sobre a possibilidade de propagação do recente choque nos preços de petróleo e derivados por meio de efeitos de segunda ordem.

Alguns indicadores sugerem um ambiente potencialmente mais propício à materialização desses efeitos. Em primeiro lugar, conforme detalhado na seção 1.2 deste RPM, a inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) situa-se próxima ao limite superior do intervalo de tolerância ao redor da meta na métrica acumulada em doze meses, enquanto as expectativas de inflação coletadas pela pesquisa Focus estão acima da meta de 3% em todos os horizontes considerados. Esse ambiente de inflação pressionada pode tornar as expectativas mais sensíveis a novos choques inflacionários, favorecendo a ocorrência de efeitos de segunda ordem.

1/ Ver os boxes A e B do *Monetary Policy Report* do Banco da Inglaterra, de julho de 2026.

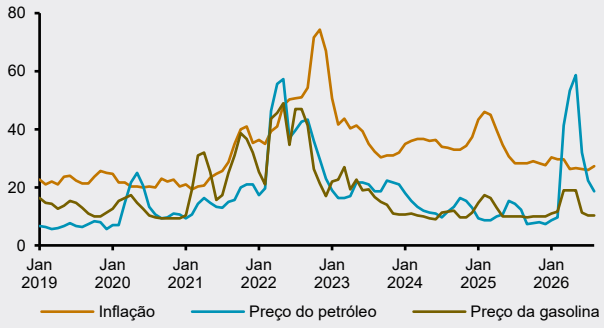
Em segundo lugar, a evidência apresentada nas seções 1.2 e 2.2 deste RPM sugere que a economia brasileira opera com hiato do produto positivo e que o mercado de trabalho está aquecido. A taxa de desocupação situa-se em níveis historicamente baixos e a participação dos desligamentos voluntários no total de desligamentos está elevada. Adicionalmente, os salários reais medidos pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) apresentam crescimento interanual expressivo, acima do crescimento da produtividade do trabalho, embora com alguma desaceleração recente. Esse cenário pode ampliar a probabilidade de que choques inflacionários resultem em reajustes salariais e de preços mais elevados, criando condições mais favoráveis à materialização de efeitos de segunda ordem.

Outros indicadores, contudo, sugerem que eventuais efeitos de segunda ordem podem ser mais limitados. A primeira evidência nessa direção é o fato de a política monetária se encontrar em território restritivo, o que contribui para a moderação da atividade econômica. De fato, os indicadores correntes se mostram consistentes com uma trajetória de desaceleração da atividade econômica no acumulado de 2026. Esse processo deve prosseguir nos próximos trimestres, com redução do hiato do produto para valores negativos, conforme projeções apresentadas na seção 2.2 deste RPM. Dessa forma, embora o hiato do produto esteja positivo e o mercado de trabalho aquecido, a perspectiva de desaceleração da demanda pode limitar incentivos para reajustes mais intensos de preços e salários, reduzindo a probabilidade de propagação integral do choque inicial por meio de efeitos de segunda ordem.

A segunda evidência é a ausência de aumentos mais persistentes na atenção do público a temas relacionados à inflação. Dados do Google Trends indicam que, embora os termos "preço do petróleo" e, em menor medida, "preço da gasolina" tenham registrado aumento nas buscas após o início do conflito no Oriente Médio, esse movimento foi concentrado e de curta duração (Gráfico 1).[2] Buscas pelo termo "inflação" vêm recuando desde meados de 2023 e essa tendência não apresentou sinais claros de interrupção em meio ao choque recente nos preços do petróleo e derivados. Resultado semelhante é observado na pesquisa *What Worries the World*, da Ipsos, em que o percentual de pessoas que cita a inflação entre os três temas mais preocupantes também não mostra elevação significativa após o início do conflito (Gráfico 2).[3] Esse comportamento sugere que, até o momento, o choque recente não tem sido acompanhado por aumento significativo da atenção das famílias à inflação, o que tende a limitar sua influência sobre expectativas inflacionárias e, consequentemente, sobre a materialização de efeitos de segunda ordem.

Gráfico 1 – Buscas no Google por inflação, preço do petróleo e preço da gasolina

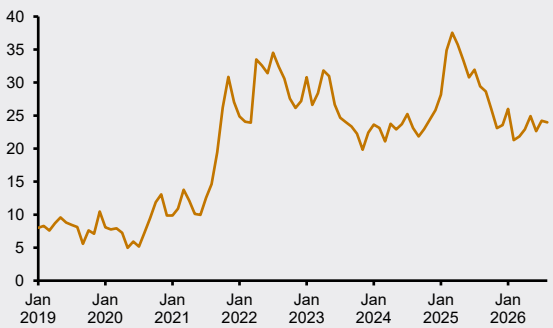
Índice de 0 a 100 (100 = nível máximo de buscas entre jan/2004 e ago/2026)



Fonte: Google Trends

Gráfico 2 – Percentual de respondentes que cita a inflação entre os três temas mais preocupantes

%



Fonte: Ipsos | What Worries the World

2/ O Google Trends é uma ferramenta gratuita do Google que disponibiliza informações sobre buscas realizadas na plataforma, permitindo acompanhar a evolução do interesse por termos ou temas específicos ao longo do tempo. A métrica reportada corresponde à frequência de busca pelo termo de interesse em relação ao total de buscas realizadas na região e no período considerados. Essa medida de interesse relativo é posteriormente normalizada para variar entre 0 e 100, em que 100 representa o maior valor da série na amostra considerada. Para a construção do Gráfico 1, as séries foram obtidas na plataforma para o período de 2004 a 2026 e, então, transformadas em médias móveis trimestrais, com o objetivo de suavizar oscilações de curto prazo.

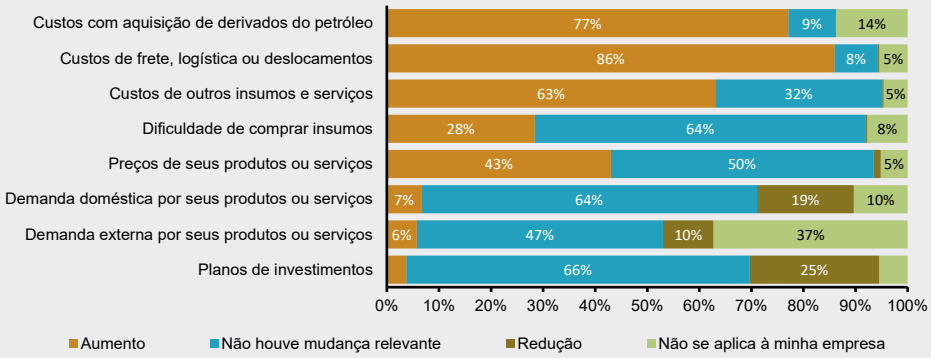
3/ A pesquisa What Worries the World, realizada mensalmente pela Ipsos, acompanha as principais preocupações da população em trinta países. No Brasil, a amostra mensal é composta por aproximadamente mil indivíduos de 16 a 74 anos. Entre os temas pesquisados, os entrevistados são solicitados a indicar os três assuntos que consideram mais preocupantes em seu país.

Formação de preços

Efeitos de segunda ordem relacionados à formação de preços se manifestam principalmente quando as empresas elevam seus preços em proporção superior aos aumentos de custos direta e indiretamente associados ao choque. Isso pode ocorrer quando as empresas antecipam aumentos futuros de custos e decidem reajustar seus preços antes mesmo que tais aumentos se concretizem.[4]

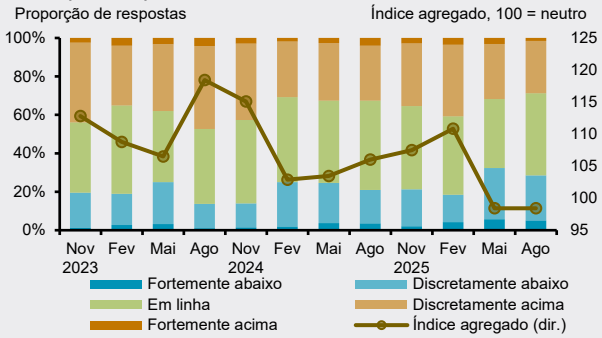
Os resultados das últimas rodadas da Pesquisa Firmus não corroboram esse cenário, com as empresas relatando dificuldade para repassar integralmente o aumento dos custos decorrente do choque nos preços do petróleo e derivados.[5] No segundo trimestre de 2026, ampla maioria das firmas reportou aumento dos custos associados a derivados de petróleo e a frete e logística, além de elevação nos custos de outros insumos (Gráfico 3). Apesar disso, apenas 43% das empresas relataram aumento dos preços de venda, o que sugere que parte do choque estaria sendo absorvida por compressão de margens.

Gráfico 3 – Impactos do conflito no Oriente Médio (Firmus)
Proporção de respostas da coleta de mai/26



Em linha com esse quadro, após o início do conflito observou-se deterioração das expectativas das empresas para suas margens de resultado nos próximos doze meses. De modo geral, as firmas passaram a esperar margens inferiores às atuais, em contraste com o padrão anterior, quando predominavam expectativas de aumento (Gráfico 4).[6]

Gráfico 4 – Margem das empresas: próximos 12m vs atual (Firmus)



O índice agregado pondera as respostas qualitativas de acordo com pesos que vão de 0 ("Fortemente abaixo") a 200 ("Fortemente acima").

4/ Esse comportamento pode ser racional do ponto de vista das firmas, por exemplo, caso alterações dos seus preços envolvam custos relevantes.

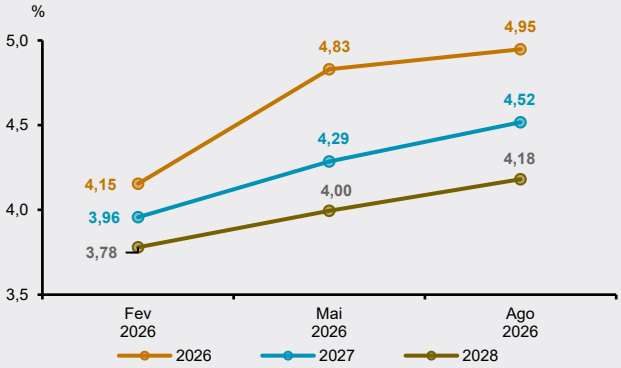
5/ A Pesquisa Firmus é uma sondagem realizada pelo Banco Central do Brasil com o objetivo de captar a percepção de empresas não financeiras sobre a situação de seus negócios e sobre variáveis econômicas que influenciam suas decisões. A avaliação das empresas sobre os efeitos iniciais do conflito foi discutida no boxe Impactos do conflito no Oriente Médio nas sondagens do Banco Central, do RPM de junho de 2026.

6/ Em contraste com as expectativas coletadas pela Firmus, os dados de companhias abertas não apontam, até o segundo trimestre, para impactos relevantes do atual choque nas margens das empresas. De maneira análoga, as respostas relativas ao lucro operacional e à situação financeira presentes na sondagem industrial da Confederação Nacional da Indústria (CNI) tampouco apresentam alterações significativas após o início do conflito.

Uma evidência adicional nessa direção decorre do comportamento da inflação de serviços, particularmente dos componentes menos voláteis que integram o núcleo EX3 Serviços. Como esses componentes são presumidamente pouco expostos aos efeitos diretos e indiretos do aumento dos preços de energia, um aumento de sua inflação poderia sinalizar a materialização de efeitos de segunda ordem. Todavia, conforme discutido na seção 1.2 deste Relatório, embora a inflação medida pelo núcleo EX3 Serviços permaneça em patamar elevado, não se observam sinais claros de alta após o início do conflito, em contraste com o ocorrido no índice cheio do IPCA entre março e junho.

As expectativas de inflação das firmas coletadas pela Pesquisa Firmus, por outro lado, apresentam um contraponto a esse diagnóstico mais benigno. Entre fevereiro e agosto de 2026, houve aumento das expectativas para todos os horizontes pesquisados (Gráfico 5). O ajuste foi particularmente expressivo para a inflação esperada para 2026, mas também alcançou 2027 e 2028. Esse movimento sugere um ambiente potencialmente mais propício à materialização de efeitos de segunda ordem, embora as evidências mais diretamente relacionadas ao processo de formação de preços, discutidas nos parágrafos anteriores, apontem para limitada capacidade de repasse do choque até o momento.[7]

Gráfico 5 – Expectativa média das empresas para o IPCA (Firmus)



Formação de salários

O aumento da inflação decorrente dos efeitos primários pode induzir reajustes salariais maiores, na tentativa de recompor perdas observadas ou mesmo esperadas de salário real. Esses reajustes, por sua vez, podem dar origem a efeitos de segunda ordem caso sejam posteriormente repassados aos preços.

As medidas de salário discutidas na seção 1.2 deste Relatório, contudo, sugerem uma contribuição limitada desse canal para a propagação do choque atual, ao menos até o momento. Apesar de os dados da PNAD Contínua continuarem indicando crescimento interanual expressivo em termos nominais, observa-se moderação nos aumentos após o início do conflito, tanto em termos nominais quanto reais. Por exemplo, o rendimento médio nominal habitual de todos os trabalhos cresceu 8,0% em termos interanuais no trimestre encerrado em julho, após expansão de 9,6% no trimestre encerrado em abril. As variações trimestrais reais dessazonalizadas apontam na mesma direção: o rendimento médio real habitual de todos os trabalhos recuou 0,6% no trimestre encerrado em julho, após crescimento de 0,7% no trimestre encerrado em abril.

Os dados do Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged) também não apresentam evidências de aceleração dos salários após o choque nos preços do petróleo e derivados. Os salários reais de

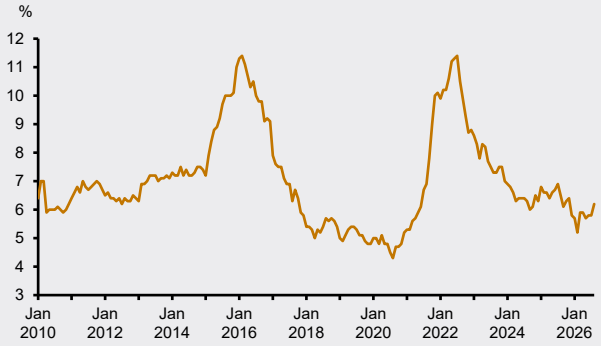
7/ O aumento das expectativas observado após o início do conflito não deve ser necessariamente atribuído apenas ao choque recente nos preços de petróleo e derivados. Por exemplo, segundo dados da pesquisa Focus, alimentação no domicílio foi o segmento que mais contribuiu para a elevação das expectativas de inflação para 2026 e 2027 no período. Esse resultado sugere que fatores específicos relacionados às perspectivas para os preços de alimentos, incluindo possíveis impactos do fenômeno *El Niño*, também podem ter contribuído para esse movimento.

admissão, em termos dessazonalizados, recuaram 0,1% no trimestre encerrado em julho, após redução de 0,3% no trimestre encerrado em abril. Na comparação interanual, os salários nominais de admissão continuam apresentando crescimento expressivo, ligeiramente inferior a 6% na média trimestral, mas sem sinais de aceleração após o início do conflito.

Por fim, os dados de negociações coletivas tampouco apontam de forma inequívoca para pressões salariais crescentes. Considerando a data de registro das negociações, a média dos reajustes nominais observados nas Convenções Coletivas de Trabalho (CCT) alcançou 5,1% em agosto, ante 5,7% em fevereiro. Em contraste, os dados por data de vigência mostram algum aumento dos reajustes nominais a partir de abril, possivelmente refletindo o canal usual de inércia inflacionária. Ainda assim, os níveis atuais permanecem abaixo dos registrados em janeiro e fevereiro. Além disso, as informações por data de vigência estão sujeitas a revisões futuras, especialmente para os períodos mais recentes.[8]

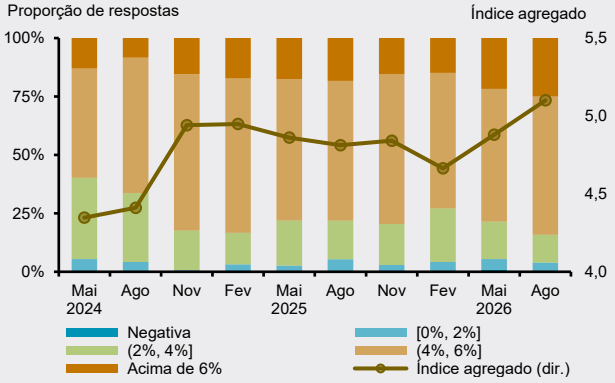
Uma leitura menos favorável emerge de medidas de expectativa (Gráficos 6 e 7).[9] As expectativas de inflação dos consumidores, coletadas pela sondagem do consumidor da Fundação Getulio Vargas (FGV), aumentaram após o início do conflito. O mesmo ocorreu para as expectativas das empresas para o crescimento dos custos de mão de obra nos próximos doze meses, coletadas pela Pesquisa Firmus. Esses movimentos são compatíveis com mecanismos que podem dar origem a efeitos de segunda ordem. Ainda assim, a intensidade dos sinais varia entre os indicadores. No caso dos consumidores, apesar da elevação recente, as expectativas permanecem próximas dos níveis mais baixos observados no período pós-pandemia. Já os dados da Firmus apontam para um quadro menos favorável. Após duas altas consecutivas, a expectativa para o crescimento dos custos de mão de obra passou a situar-se em patamar superior ao observado ao longo de 2025, sugerindo maior preocupação das empresas com pressões salariais futuras.

Gráfico 6 – Expectativa mediana dos consumidores para a inflação dos próximos 12 meses



Fonte: FGV Dados

Gráfico 7 – Custo de mão de obra: variação nos próximos 12 meses (Firmus)



Conclusão

As evidências analisadas neste boxe sugerem que o recente choque nos preços do petróleo e derivados ainda não gerou propagação inflacionária relevante por meio de efeitos de segunda ordem na economia brasileira. No canal de formação de preços, as empresas esperam dificuldades para repassar integralmente os aumentos de custos decorrentes do choque. Somado a isso, não se observam sinais de aumento da inflação em segmentos presumidamente pouco expostos ao aumento dos preços de petróleo e derivados. No canal de formação de salários, diferentes medidas da dinâmica salarial tampouco apontam para aceleração disseminada após o início do conflito.

8/ Para mais detalhes sobre as diferenças entre as bases por data de registro e por data de vigência das CCT, ver boxe Estimativa dos reajustes salariais a partir das convenções coletivas de trabalho, neste RPM.

9/ A partir do terceiro trimestre de 2026, a faixa de resposta "acima de 6%" da questão sobre expectativas para os custos de mão de obra da Pesquisa Firmus foi desdobrada nas categorias "de 6% a 8%" e "acima de 8%". Para preservar a comparabilidade da série, o Gráfico 7 reagrega essas categorias na faixa "acima de 6%".

Essa avaliação se baseia nas informações disponíveis até o momento e deve ser interpretada com cautela, já que os efeitos de segunda ordem podem levar tempo para se materializar. Essa preocupação se torna particularmente relevante diante do comportamento recente de alguns indicadores, que apontam para condições potencialmente mais favoráveis à materialização desses mecanismos de propagação. Em especial, as expectativas de inflação de empresas e consumidores, bem como as expectativas das firmas para o crescimento dos custos de mão de obra, aumentaram após o início do conflito. Além disso, parte das condições iniciais da economia aponta para um cenário potencialmente menos benigno. Em particular, a inflação encontra-se próxima ao limite superior do intervalo de tolerância ao redor da meta, as expectativas estão desancoradas e a economia opera com hiato do produto positivo e mercado de trabalho aquecido. Esse risco é mitigado pela política monetária em território restritivo e pela ausência de aumentos persistentes da atenção do público a temas relacionados à inflação.

Dessa forma, os riscos de propagação não podem ser descartados. Nesse contexto, além de acompanhar a própria evolução do atual choque de preços de petróleo e derivados e seus efeitos primários, é fundamental continuar monitorando possíveis sinais de sua propagação por meio de efeitos de segunda ordem.

2 Perspectivas para a inflação

Este capítulo analisa as perspectivas para a inflação. As projeções de inflação apresentadas se estendem até o primeiro trimestre de 2029, compreendendo assim dez trimestres à frente.[37] As projeções utilizam o conjunto de informações disponíveis até a 281ª reunião do Copom, realizada em 15 e 16.9.2026. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 11.9.2026, 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.[38] 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.[39] 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 agosto foi bastante inferior à esperada, com surpresa concentrada em administrados. A inflação observada foi 0,90 p.p. menor do que a considerada no Cenário do Copom de junho (Tabela 2.1.1). Em administrados, houve surpresa expressiva em energia elétrica, refletindo os efeitos da distribuição do bônus de Itaipu em agosto e das bandeiras tarifárias mais favoráveis do que as previstas no RPM anterior.[40] O efeito do bônus de Itaipu será integralmente revertido em setembro, com efeito neutro sobre a inflação acumulada no trimestre julho-setembro. Também houve resultados abaixo do esperado nos demais segmentos do IPCA, especialmente em alimentação no domicílio e serviços, influenciados pelo comportamento de itens mais voláteis, como alimentos in natura e passagem aérea. As surpresas favoráveis, contudo, não se limitaram aos componentes mais voláteis. Em alimentação no domicílio, houve variação abaixo da antecipada em alimentos industrializados, enquanto medidas de inflação subjacente do segmento de bens industriais apresentaram comportamento mais benigno que o esperado.

37/ Ver o boxe Governança para comunicação do horizonte de projeções de inflação, do RI de setembro de 2024.

38/ Ver o boxe Sistema de análise e projeções do BC, do RI de março de 2023.

39/ 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.

40/ A projeção do RPM anterior não incorporava o impacto do bônus de Itaipu, uma vez que a Aneel ainda não havia aprovado o valor a ser distribuído. A distribuição do bônus teve impacto estimado da ordem de -0,34 p.p. sobre o IPCA de agosto. Em relação às bandeiras tarifárias, a projeção do RPM de junho considerava o acionamento da bandeira vermelha 1 em julho e vermelha 2 em agosto. Condições hídricas mais favoráveis levaram à manutenção da bandeira amarela nos dois meses, contribuindo com aproximadamente -0,32 p.p. para a surpresa da inflação observada no período.

Em serviços, por sua vez, o núcleo da inflação teve comportamento mais próximo ao esperado. Em linha com esses resultados, a média dos núcleos evoluiu abaixo das projeções. Para setembro, a projeção do IPCA foi revisada para cima, passando de 0,16% para 0,65%, refletindo principalmente a reversão do efeito temporário do bônus de Itaipu, que contribuiu para a surpresa baixista observada no mês anterior.

Tabela 2.1.1 – IPCA – Surpresa inflacionária

Variação %

	2026				
	Jun	Jul	Ago	No trim. até ago.	12 meses até ago.
Cenário do Copom[1/]	0,32	0,26	0,23	0,81	5,17
IPCA observado	0,16	0,07	-0,32	-0,09	4,22
Surpresa (p.p.)	-0,16	-0,19	-0,55	-0,90	-0,94

Fontes: IBGE e BC

1/ Cenário na data de corte do Relatório de Política Monetária de junho de 2026.

As projeções mensais de curto prazo indicam elevação da inflação acumulada em doze meses, que deve voltar a exceder o limite superior do intervalo de tolerância ao redor da meta de inflação (Tabela 2.1.2). A inflação de alimentos deve aumentar nos próximos meses, refletindo a sazonalidade menos favorável no final do ano e os efeitos esperados do *El Niño*, especialmente em alimentos *in natura*. Itens com dinâmicas mais específicas, como arroz e carnes, também devem contribuir para variações mais elevadas no período.[41] No segmento de administrados, a projeção incorpora a reversão do bônus de Itaipu em setembro. Os preços de combustíveis seguem condicionados à evolução das cotações internacionais do petróleo e derivados e às medidas domésticas que buscam mitigar a alta de preços desses produtos ao consumidor. Ainda nesse segmento, a projeção considera a manutenção da bandeira tarifária amarela até dezembro, hipótese de bandeira mais restritiva do que a indicada pelos cenários correntes do setor elétrico e que contribui para um balanço de riscos mais simétrico, em contexto de maior incerteza hidrológica e de demanda de energia mais elevada associada ao *El Niño*. Em bens industriais, a projeção contempla altas moderadas, embora permaneça o risco de repasses defasados do choque de preços da cadeia do petróleo. No segmento de serviços, a projeção considera medidas de inflação subjacente pressionadas, em linha com o alto grau de inércia dos preços do segmento e com o mercado de trabalho ainda aquecido. Nesse contexto, as variações trimestrais dessazonalizadas das medidas de inflação subjacente devem permanecer acima da meta de inflação, enquanto a variação em doze meses do IPCA deve voltar a superar o limite do intervalo de tolerância ao redor da meta.

Tabela 2.1.2 – IPCA – Projeções de curto prazo[1/]

Variação %

	2026			
	Set	Out	Nov	Dez
Variação mensal	0,65	0,29	0,41	0,68
Variação trimestral	0,40	0,62	1,36	1,39
Variação em 12 meses	4,40	4,61	4,85	5,21

Fontes: IBGE e BC

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

41/ A expectativa de aumento da inflação de carnes reflete fatores como a perspectiva de retomada das exportações para a China no final do ano, a possibilidade de inflexão do ciclo pecuário após período prolongado de expansão da oferta e a perspectiva de ampliação do acesso da carne bovina brasileira ao mercado norte-americano, com a abertura de cota emergencial de importação por 90 dias.

2.2 Projeções condicionais

Determinantes da inflação e condicionamentos[42]

A trajetória considerada para a taxa Selic é, de modo geral, ligeiramente mais alta que no RPM anterior, embora permaneça a perspectiva de queda gradual nos juros. As decisões nas reuniões do Copom de junho e de agosto vieram em linha com a trajetória esperada anteriormente, segundo a pesquisa Focus. Embora, em comparação ao RPM anterior, a trajetória da taxa Selic do RPM atual considere uma antecipação de redução de 0,25p.p. de dezembro de 2026 para setembro, a trajetória a partir de 2027 é, de modo geral, um pouco mais elevada, havendo uma diferença de até +0,25p.p. em alguns pontos da curva. Permanece a perspectiva de uma queda gradual dos juros, com a taxa Selic alcançando 13,75% no final de 2026, 12,00% em 2027, 10,50% em 2028 e 10,00% em 2029 (Gráfico 2.2.1).

Apesar das perspectivas para a inflação em 2026 terem se reduzido, as expectativas de inflação para 2027 e 2028 continuaram a se deteriorar. Para 2026, a expectativa de inflação mediana na pesquisa Focus recuou de 5,30% para 4,90%, refletindo surpresas baixistas em leituras recentes do IPCA, possivelmente semelhantes às discutidas na seção 2.1 deste capítulo. Ainda que a redução para 2026 pudesse contribuir com uma inércia inflacionária mais baixa para o ano seguinte, a expectativa mediana para 2027 aumentou de 4,10% para 4,30%. Para o fim de 2028 – além do horizonte relevante para a política monetária – também houve um aumento, de 3,68% para 3,80%, o que denota uma desancoragem adicional das expectativas de inflação. Além da trajetória das expectativas de inflação advindas da pesquisa Focus, destacadas acima, o Copom também avalia estimativas obtidas de outras fontes, como as implícitas em instrumentos financeiros, as geradas endogenamente utilizando modelos disponíveis e aqueles extraídas de outras sondagens, como a pesquisa Firmus[43].

A trajetória da taxa Selic real *ex-ante* envolve valores mais baixos no curto prazo e mais altos depois. 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, moveu-se em direções opostas nas pontas curta e longa (Gráfico 2.2.2). Na ponta curta, o recuo da taxa real *ex-ante* refletiu principalmente o aumento da inflação esperada para os próximos trimestres. Na ponta mais longa, o deslocamento para cima da trajetória esperada para a taxa Selic se sobressaiu. De todo modo, permanece a perspectiva de uma redução gradual da taxa Selic real *ex-ante* após pico de 9,6% observado no terceiro trimestre de 2025, alcançando 6,5% no final do horizonte.

Gráfico 2.2.1 – Meta da taxa Selic utilizada nas projeções – Expectativas da pesquisa Focus
Médias trimestrais
% a.a.

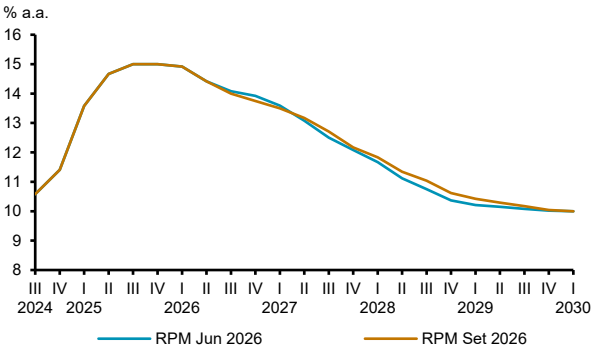
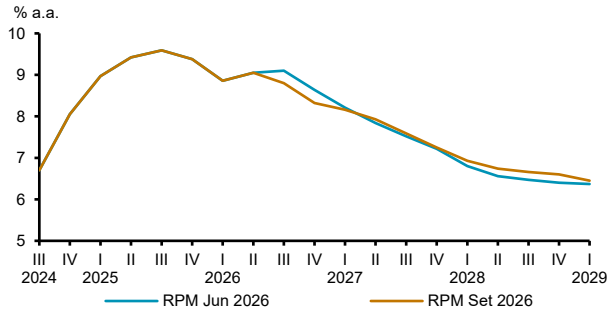


Gráfico 2.2.2 – Selic real acum. quatro trimestres à frente
Médias trimestrais
% a.a.



Nota: Selic real calculada com base na taxa Selic acumulada quatro trimestres à frente, descontada das expectativas de inflação para o mesmo período, ambas variáveis extraídas da pesquisa Focus.

A taxa de juros real neutra considerada para as projeções do cenário de referência é 5,00%. Esse valor é inferior ao da taxa Selic real *ex-ante* em cada ponto da trajetória, o que significa que a política monetária assume postura contracionista ao longo de todo horizonte de projeção, ainda que o grau de aperto seja

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

43/ 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.

decrescente. Por se tratar de variável não observável cuja estimação está sujeita a elevada incerteza, o BC utiliza várias metodologias para a estimação da taxa neutra.[44] No processo de análise e decisão, são também considerados cenários alternativos de inflação com diferentes valores para a taxa neutra.

O real voltou a se depreciar em relação ao dólar, interrompendo sequência de cinco trimestres de apreciação. Do início de 2025 até meados deste ano, a moeda brasileira se beneficiou de uma conjuntura externa que enfraqueceu o dólar e estimulou a entrada de capitais em países emergentes. Entre os fatores domésticos, o elevado diferencial de juros prevaleceu sobre a percepção de agentes sobre o cenário fiscal. Mais recentemente, o diferencial de juros passou a diminuir (embora ainda seja elevado), ajudando a explicar parte da depreciação recente do real. No cenário de referência, a taxa de câmbio parte de R$5,15/US$ – valor cerca de 1,0% superior ao valor de R$5,10/US$ considerado no RPM de junho – e segue trajetória de acordo com a PPC (Gráfico 2.2.3).

O preço do petróleo oscilou consideravelmente ao longo do trimestre, assim como sua trajetória prospectiva, que considera queda mais acentuada após alta no quarto trimestre de 2026. Logo após a data de corte do RPM de junho, os preços de petróleo recuaram substancialmente, repercutindo um memorando de entendimento entre os EUA e o Irã que poderia resultar no fim do conflito. Isso contribuiu para que o preço médio do Brent no terceiro trimestre seja menor que o considerado no Relatório anterior. Porém, a manutenção do acordo provou-se difícil e as tensões voltaram a subir, ainda em julho. Ao mesmo tempo, novos desenvolvimentos no conflito entre Rússia e Ucrânia adicionaram mais pressão nos mercados de energia. Seguindo a governança das projeções do cenário de referência apresentada no apêndice metodológico, o preço do petróleo tipo Brent parte de um valor médio de US$90 observado ao longo do terceiro trimestre de 2026, tem pico no quarto trimestre, volta a cair até o segundo trimestre de 2027, para cerca de US$84, e em seguida passa a crescer 2% a.a. (Gráfico 2.2.4). A trajetória de preços a partir desse trimestre é cerca de 2% mais baixa do que a considerada no RPM anterior. A projeção continua a incorporar uma normalização gradual das margens de refino (*crack spreads*) dos derivados de petróleo, que ainda permanecem bastante elevadas, e o fim das subvenções e desonerações aplicadas recentemente aos combustíveis, conforme seu prazo legal.[45]

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

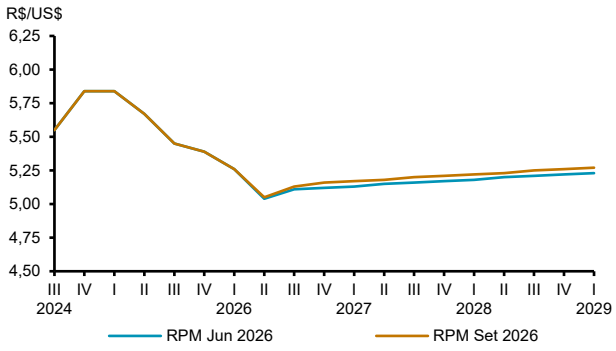
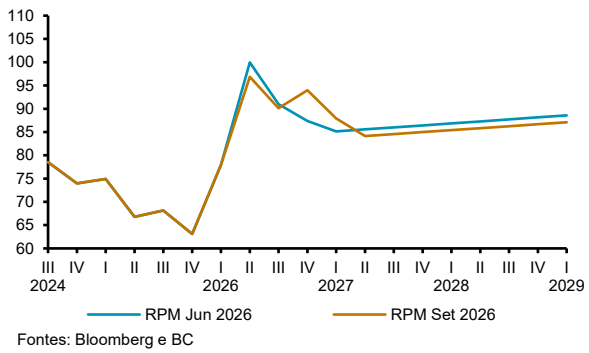


Gráfico 2.2.4 – Preço do petróleo Brent
Médias trimestrais



Fontes: Bloomberg e BC

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. Ressalte-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

44/ Ver, por exemplo, o boxe Atualização de medidas de taxa de juros real neutra no Brasil, do RI de junho de 2024.

45/ Em particular, a projeção incorpora os efeitos da MP 1.363 de 30 de maio, que institui subvenção R$ 1,12/L aos produtores e importadores de diesel, e da Lei Complementar 235 de 27 de agosto, que, entre outros temas, autoriza a União a reduzir a tributação sobre combustíveis mediante compensação por aumento extraordinário da receita com o petróleo. No dia 9 de setembro foi assinado o Decreto 13.116, reduzindo o PIS/Cofins incidente sobre a gasolina A em R$0,63/L e zerando as alíquotas sobre o etanol hidratado por trinta dias. A projeção não incorpora o efeito da MP 1.391 de 11 de setembro, que autoriza nova subvenção aos produtores e importadores de diesel. O ato do Ministério da Fazenda formalizando o valor e datas específicas da nova subvenção não havia sido publicado até a data de corte deste RPM, embora o valor de R$1,00/L de diesel tenha sido anunciado pelo governo.

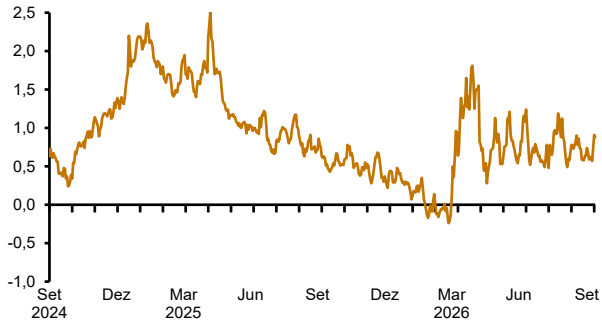
capturados por meio dos preços de ativos, das expectativas apuradas pela pesquisa Focus e pelo seu efeito na taxa de juros estrutural da economia. Além desses canais, a política fiscal influencia as projeções condicionais de inflação por meio de impulsos sobre a demanda agregada.

O cenário de referência considera a formação de um *El Niño* mais forte e prolongado. A perspectiva mais atual é a de que o RONI – que no trimestre encerrado em agosto ficou 1,4°C – alcance 2,7°C no quarto trimestre deste ano, para então começar a normalizar. Em junho, a projeção era de que o índice chegasse a 2,1°C no final do ano.[46] Embora a perspectiva continue a ser de normalização ao longo de 2027, a curva considerada é mais alta, implicando um prolongamento maior do fenômeno. Esses fatores – intensidade e prolongamento – atuam em sentidos opostos sobre o horizonte relevante. Por um lado, a maior intensidade do fenômeno em 2026/2027 implica uma devolução mais forte em 2028. Por outro, o prolongamento faz com que a devolução ocorra mais tardiamente, reduzindo o quanto se faz sentir no primeiro trimestre de 2028.

O cenário de referência considera manutenção da bandeira tarifária amarela até o final de 2026. A bandeira amarela vigorou nos meses de julho, agosto e setembro, enquanto a projeção apresentada no Relatório anterior considerava vermelha 1 em julho, vermelha 2 em agosto e setembro, vermelha 1 em outubro e novembro e amarela em dezembro. Trata-se, portanto, de uma perspectiva mais favorável para preços de energia no curto prazo, refletindo melhora já observada. Para 2027 e além, continua-se a adotar a hipótese de "bandeira neutra" – i.e., uma sequência de bandeiras idêntica à observada e projetada para os meses finais de trimestre de 2026. 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.

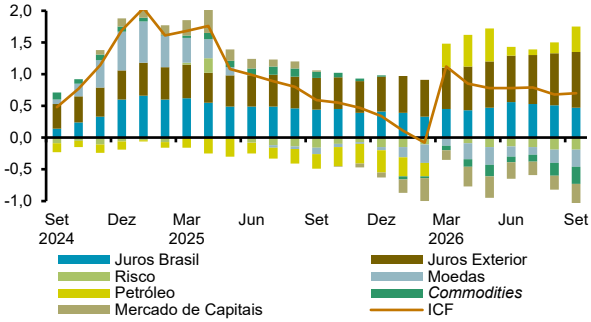
As condições financeiras oscilaram desde o Relatório anterior, ficando ligeiramente menos restritivas. Como medido pelo Indicador de Condições Financeiras (ICF), calculado pelo BC, as condições financeiras chegaram em meados de setembro de 2026 em níveis ligeiramente menos restritivos do que junho deste ano (Gráficos 2.2.5 e 2.2.6).[47] A redução do ICF desde o RPM anterior decorreu principalmente da elevação dos preços de *commodities* agrícolas, desvalorização do dólar frente a países desenvolvidos e emergentes, e redução dos juros futuros domésticos.[48]

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: 02.09.2024–11.09.2026.

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 setembro/2026 refere-se à média até o dia 11.

46/ A projeção atual refere-se à projeção oficial da NOAA para o índice RONI (disponível aqui), que combina diferentes modelos e informações e passou a ser divulgada em agosto. O número refere-se à mediana da distribuição. A projeção citada no Relatório de junho refere-se à média de um conjunto de projeções do modelo CFSv2 (*PDF+Spread Corrected*).

47/ Notar que o RPM anterior utilizou dados do ICF até 12.6.2026 e o atual até 11.9.2026. 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.

48/ 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.

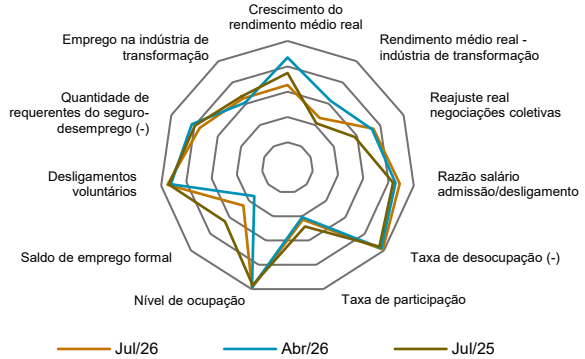
O PIB desacelerou no segundo trimestre de 2026, corroborando o cenário do Copom. Considerando dados com ajuste sazonal, o PIB cresceu 0,5%, após ter crescido 1,1% no primeiro trimestre. A desaceleração foi mais pronunciada nos setores mais cíclicos e, pelo lado da demanda, destacou-se o recuo no consumo das famílias. A projeção de crescimento do PIB para 2026 foi reduzida de 2,0% para 1,8%, e a projeção para 2027 é de 1,4%, denotando continuidade do processo de moderação do crescimento.[49]

Por outro lado, os indicadores de mercado de trabalho e de utilização da capacidade instalada continuam sinalizando baixa ociosidade dos fatores de produção. A taxa de desocupação manteve-se no mínimo histórico, de 5,4% no trimestre encerrado em julho (ajustado sazonalmente). As contratações líquidas medidas pelo Novo Caged recuaram de uma média mensal de 86 mil no trimestre encerrado em abril para 52 mil no trimestre encerrado em julho (dados ajustados sazonalmente), mas ainda se trata de uma taxa de crescimento do emprego formal que supera a da população em idade de trabalhar. Já o nível de utilização da capacidade instalada (Nuci), calculado pela FGV com ajuste sazonal, oscilou de 82,8% em maio para 82,9% em agosto, mantendo-se acima da média histórica de aproximadamente 80%.

O radar do mercado de trabalho continua apontando aquecimento. A medida incorpora informações históricas de um conjunto de indicadores observados até julho de 2026 (Gráfico 2.2.7). A maioria das variáveis permanece nos dois quartis superiores da distribuição histórica, ou seja, acima da mediana. Na comparação com abril de 2026, os indicadores de rendimento apresentam comportamento misto, sem sinal claro de maior ou menor aquecimento. Entre os indicadores de emprego, por outro lado, apenas a quantidade de requerentes de seguro-desemprego sugere arrefecimento, enquanto as demais medidas apontam intensificação do aquecimento do mercado de trabalho. Em relação a doze meses antes, seis dos onze indicadores analisados indicam mercado de trabalho mais aquecido.

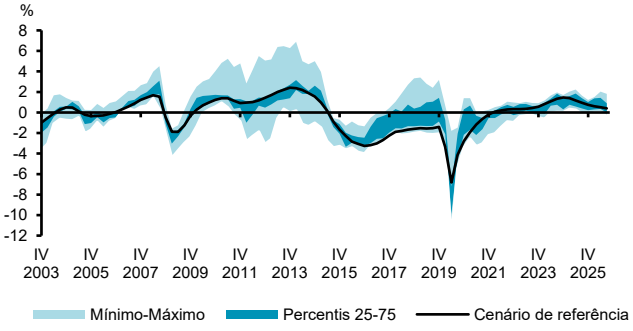
O hiato do produto continua em níveis positivos, com a projeção de queda ao longo dos próximos trimestres. O hiato do produto estimado para o segundo e terceiro trimestres de 2026 é de 0,5% e 0,4% respectivamente (Gráfico 2.2.8).[50] Antecipa-se uma redução do hiato para valores negativos ao longo dos próximos trimestres, atingindo -0,4% no primeiro trimestre de 2028. 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. Ressalte-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.

Gráfico 2.2.7 – Radar do mercado de trabalho



Nota: O anel central representa o valor mínimo, os aneis 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 boxe "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: 2003T4–2026T3.

49/ Ver o boxe Projeções para a evolução do PIB em 2026 e 2027, deste RPM.

50/ Para o terceiro trimestre de 2026, utilizaram-se projeções das variáveis de atividade quando os dados não estavam disponíveis.

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;[51] e iv. avaliação sobre o estado e perspectivas da economia.[52]

No cenário de referência, a projeção de inflação para o primeiro trimestre de 2028 – atual horizonte relevante para a política monetária – é 3,2%. O cenário de referência considera a trajetória esperada da taxa Selic segundo a pesquisa Focus e a trajetória da taxa de câmbio compatível com a PPC. Nele, a inflação acumulada em quatro trimestres volta a subir no final deste ano, para 5,2%, após recuar para 4,4% no terceiro trimestre, e chega a ficar dois trimestres consecutivos acima do limite superior do intervalo de tolerância ao redor da meta. Ressalte-se que os choques de clima e petróleo exercem pressão relevante sobre as projeções para horizontes próximos, mas que a projeção considera uma devolução nos horizontes mais distantes. A inflação projetada volta a cair a partir de 2027, chegando a 3,1% no primeiro trimestre de 2029, último período considerado (Tabela 2.2.1). 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 limite superior intervalo de tolerância no último trimestre de 2026 subiu de 79% para 90% (Tabela 2.2.2).[53]

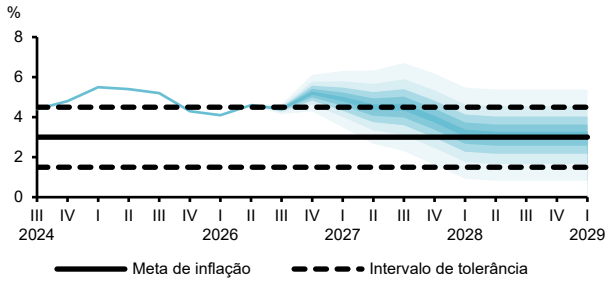
Tabela 2.2.1 – Projeções de inflação – Cenário de referência
Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

%

	2025		2026				2027				2028				2029
Índice de preços	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
IPCA	5,2	4,3	4,1	4,6	4,4	5,2	4,9	4,5	4,5	3,9	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1
Diferença Rel. anterior (p.p.)	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[-0,2]	[-0,4]	[0,0]	[0,3]	[0,5]	[0,4]	[0,2]	[0,0]	[-0,1]	[0,0]	[0,0]	-
IPCA Livres	5,2	3,9	3,7	4,3	4,6	5,2	5,0	4,6	4,5	4,1	3,2	3,0	3,0	3,0	3,1
Diferença Rel. anterior (p.p.)	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[-0,3]	[-0,2]	[-0,1]	[0,0]	[0,5]	[0,5]	[0,4]	[0,0]	[-0,1]	[-0,1]	[-0,1]	-
IPCA Administrados	5,1	5,3	5,5	5,5	3,9	5,3	4,5	4,0	4,3	3,5	3,2	3,4	3,5	3,4	3,2
Diferença Rel. anterior (p.p.)	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[0,2]	[-1,0]	[0,6]	[0,8]	[0,4]	[0,2]	[-0,4]	[-0,3]	[0,0]	[0,1]	[0,1]	-

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.

Gráfico 2.2.9 – Projeções e leque de inflação – Cenário de referência
Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres



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	0	4,50	90
2027	1,50	4	4,50	33
2028	1,50	12	4,50	16

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).

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

52/ Ver o boxe Sistema de análise e projeções do BC, do RI de março de 2023.

53/ 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.

Em comparação com o RPM anterior, a projeção para o horizonte relevante ficou estável, mas a trajetória da inflação projetada é de modo geral mais alta. Para o horizonte relevante – primeiro trimestre de 2028 –, destacam-se entre os fatores que exerceram pressão altista (i) a estimativa de um hiato do produto mais alto; e (ii) o aumento das expectativas de inflação. Do outro lado, destacam-se entre os fatores que exerceram pressão baixista (i) a inércia das surpresas na realização do IPCA de junho a agosto; e (ii) devolução mais aguda da alta dos preços do petróleo observada no curto prazo. Para horizontes mais próximos, destaca-se, além dos fatores altistas já mencionados, pressão mais forte exercida pelo clima e pelo preço mais alto do petróleo no curto prazo. Na comparação com a reunião do Copom em agosto (280ª reunião), as projeções de inflação nesse horizonte também se mantiveram estáveis (ver Ata da 280ª 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 (281ª reunião), o Copom ressaltou que os riscos para a inflação, tanto de alta quanto de baixa, permanecem mais elevados que o usual, com assimetria altista. Os riscos destacados 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. Desde o RPM anterior, a expectativa para 2029 ficou mantida em 3,5%, mas a expectativa para 2028 subiu de 3,69% para 3,80%, distanciando-se ainda mais da meta de inflação. 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 (inclusive aqueles caracterizados como de oferta), a pressionar a dinâmica de preços e salários e a aumentar o repasse cambial para preços. Além disso, pode fazer com que choques de oferta tenham efeitos secundários mais pronunciados.

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, consequentemente, 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.

iv. estímulos à demanda agregada, em particular ao componente de consumo, que tenham como resultado o crescimento da atividade econômica acima do produto potencial, enfraquecendo parte dos canais usuais de transmissão da política monetária

Medidas e ações governamentais anunciadas recentemente podem gerar estímulos adicionais à demanda agregada, em um contexto de baixa ociosidade dos fatores de produção. Essas medidas, de caráter fiscal ou de crédito, passam a ser consideradas no cenário de referência apenas quando definitivamente aprovadas. Mas, mesmo nesse caso, permanecem incertezas relevantes acerca da magnitude de seu impacto sobre a atividade econômica e sobre a inflação, dadas as especificidades e detalhes envolvendo cada política. Embora incertezas dessa natureza sejam comuns, sua relevância é exacerbada quando é grande o conjunto de medidas e ações governamentais novas.

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 divulgados desde o RPM anterior mostra uma moderação gradual da atividade econômica. 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.

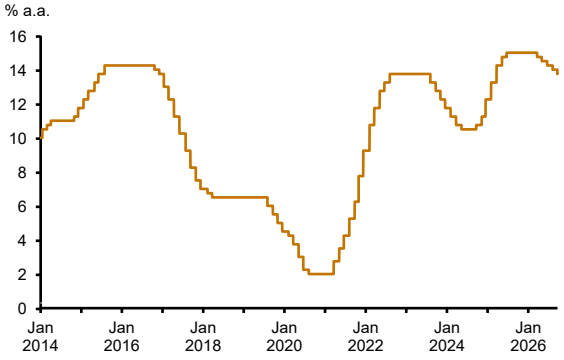
iii. redução nos preços das *commodities* com efeitos desinflacionários

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 junho de 2026, o Copom prosseguiu com o ciclo de calibração iniciado em março, reduzindo a taxa básica de juros em 0,25 p.p., para 14,25%. Na ocasião, o Comitê considerou diferentes trajetórias para a taxa de juros e julgou como mais adequadas aquelas que não induziam volatilidade excessiva nos preços dos ativos financeiros e agregados macroeconômicos. Embora as trajetórias preferidas não implicassem convergência da inflação à meta no quarto trimestre de 2027 – então o horizonte relevante –, a convergência não se daria muito mais tarde, no primeiro trimestre de 2028. O Comitê ponderou ainda que as melhores práticas de política monetária recomendam não reagir integralmente a variações de preços decorrentes de choque de oferta, em torno das quais havia incertezas relevantes.

Gráfico 2.4.1 – Meta para a taxa Selic



Nota: Valores diários de 1.1.2014 a 18.9.2026.

Na reunião seguinte, de agosto, o Comitê novamente cortou a taxa Selic em 0,25 p.p., para 14,00%. Avaliou que as evidências de transmissão da política monetária contracionista para a atividade econômica têm se acumulado gradualmente, mas que a inflação permanece pressionada pela demanda, exigindo que a política monetária mantenha caráter restritivo. O Copom ponderou ainda que a reação da política monetária a choques de oferta, que têm exercido influência relevante sobre a trajetória recente da inflação e sobre a sua trajetória prospectiva, deve distinguir os efeitos primários dos efeitos de segunda ordem e reagir com firmeza a estes.

Na reunião mais recente, de setembro de 2026, o Comitê reduziu a taxa básica de juros para 13,75%. O Copom entende que essa decisão é compatível com a estratégia de convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante e que, sem prejuízo do 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. O Comitê ressaltou que cenário atual – caracterizado por significativo aumento da incerteza, desancoragem das expectativas e riscos elevados em torno do cenário base – demanda serenidade e cautela na condução da política monetária, e que seguirá acompanhando a evolução do cenário de forma a manter a restrição adequada para assegurar a convergência da inflação à meta.

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 metodologias[54]. 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.

54/ Ver, por exemplo, o boxe Atualização das medidas de hiato do produto no Brasil, do RPM de junho de 2025.

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