

ISSN 1517-6576

Relatório de Política Monetária

Volume 1 | Número 4 | Dezembro 2025

BANCO CENTRAL DO BRASIL



Relatório de Política Monetária

Volume 1 | Número 4 | Dezembro 2025

ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Política Monetária | Brasília | v. 1 | nº 4 | dez. | 2025 | p. 1-76

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 1, nº 4.

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 16

Atividade econômica 16

Mercado de trabalho 20

Crédito 23

Fiscal 27

Contas externas 31

Preços 34

Perspectivas para a inflação 57

2.1 Revisões e projeções de curto prazo 57

2.2 Projeções condicionais 58

Determinantes da inflação e condicionamentos 58

Projeções de inflação 62

2.3 Balanço de riscos 63

2.4 Condução da política monetária 65

Apêndice metodológico 66

Boxes

Surpresas no crescimento do PIB brasileiro no pós-pandemia 40

Projeções para a evolução do PIB em 2025 e 2026 45

Estatísticas de pagamentos por atividade econômica (EPAE) 48

Projeção para a evolução do crédito em 2025 e 2026 52

Projeções para as contas externas em 2025 e 2026 54

Tópicos especiais de previsão de inflação com aprendizado de máquina 68

Nota sobre o descumprimento da meta para a inflação 72

Apêndice 76

Sumário executivo

O ambiente externo ainda se mantém incerto em função da conjuntura e da política econômica nos Estados Unidos da América (EUA), com reflexos nas condições financeiras globais. Adicionalmente, os riscos de longo prazo, como a precificação apropriada de fundamentos e o aumento de gastos fiscais em diversas economias, também continuam presentes. Tal cenário exige cautela por parte de países emergentes, em ambiente marcado por tensão geopolítica.

No cenário doméstico, a atividade econômica segue em trajetória de moderação no crescimento, enquanto o mercado de trabalho mostra resiliência. O Produto Interno Bruto (PIB) avançou 0,1% no terceiro trimestre, ritmo menor que o observado no início do ano, com desaceleração mais pronunciada pelo lado da demanda, sobretudo no consumo das famílias. O mercado de trabalho permanece aquecido, com desemprego baixo e rendimento real em alta, embora se observem sinais de arrefecimento da ocupação. A estimativa de crescimento do PIB para 2025 foi revisada de 2,0% para 2,3%, refletindo revisões das séries históricas, enquanto a projeção para 2026 passou de 1,5% para 1,6%.

A inflação corrente e as expectativas de inflação recuaram desde o Relatório anterior, mas permanecem acima da meta de 3%. Acumulada em doze meses, a inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) recuou de 5,13% em agosto para 4,46% em novembro. A inflação do trimestre encerrado em novembro ficou 0,32 p.p. abaixo do cenário apresentado no Relatório anterior, com surpresas concentradas em alimentação no domicílio e, em menor magnitude, em bens industriais e serviços. Embora tenham recuado para 2025 e, em menor grau, para os anos seguintes, as expectativas de inflação, segundo o relatório Focus, permaneceram desancoradas, mantendo-se acima da meta em todos os horizontes coletados.

Nas projeções do cenário de referência, a inflação segue em movimento de queda, mas permanece acima da meta até o final de 2027. Nesse cenário, que utiliza taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio seguindo a Paridade do Poder de Compra (PPC), após permanecer na faixa de 5,2%-5,5% nos três primeiros trimestres de 2025, a inflação acumulada em quatro trimestres cai para 4,4% no final do ano, 3,5% em 2026 e 3,0% no último período considerado, referente ao segundo trimestre de 2028. No horizonte relevante de política monetária, ou seja, o segundo trimestre de 2027, a inflação projetada é 3,2%. As projeções de inflação representam a visão do Copom e são condicionais em um conjunto de variáveis, como as trajetórias da taxa Selic oriunda da pesquisa Focus e da taxa de câmbio baseada na teoria da PPC. Neste Relatório, utiliza-se o conjunto de informações disponíveis até a 275ª reunião do Copom, realizada em 9 e 10.12.2025.

Na comparação com o Relatório anterior, as projeções de inflação caíram. No horizonte relevante de política monetária, considerado como sendo o segundo trimestre de 2027, a projeção reduziu-se em 0,2 p.p. Entre os fatores que contribuem para a queda das projeções, destacam-se o comportamento mais favorável da inflação de curto prazo, a melhora das expectativas de inflação e a queda no preço de combustíveis associada a dólar e petróleo mais baratos. Por outro lado, contribuiu para cima uma projeção ligeiramente mais alta do hiato.

Em sua reunião mais recente (275ª reunião), o Copom comunicou:

O Comitê segue acompanhando os anúncios referentes à imposição de tarifas comerciais pelos EUA ao Brasil, e 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. O cenário segue sendo marcado por expectativas desancoradas, projeções de inflação elevadas, resiliência na atividade econômica e pressões no mercado de trabalho. Para assegurar a convergência da inflação à meta em ambiente de expectativas desancoradas, exige-se uma política monetária em patamar significativamente contracionista por período bastante prolongado.

O Copom decidiu manter a taxa básica de juros em 15,00% 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, marcado por elevada incerteza, exige cautela na condução da política monetária. O Comitê avalia que a estratégia em curso, de manutenção do nível corrente da taxa de juros por período bastante prolongado, é adequada para assegurar a convergência da inflação à meta. O Comitê enfatiza que seguirá vigilante, que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados e que, como usual, não hesitará em retomar o ciclo de ajuste caso julgue apropriado.

1 Conjuntura econômica

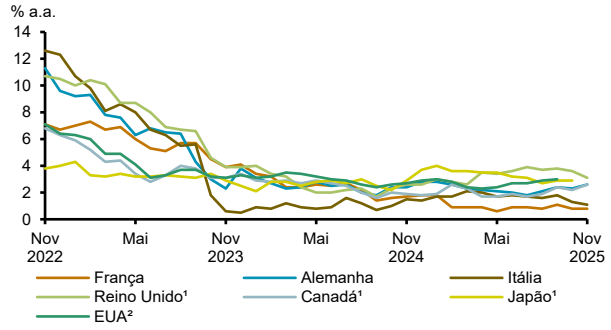
Este capítulo do RPM analisa a evolução recente da conjuntura econômica, considerando o cenário internacional e doméstico, bem como as perspectivas para a economia do país nos próximos trimestres. A avaliação do cenário internacional aborda as principais economias avançadas e emergentes, com ênfase em aspectos que tendem a exercer influências sobre a economia brasileira, em especial, os indicadores de inflação e de atividade. A análise da conjuntura doméstica abrange a evolução recente da atividade econômica, dos mercados de trabalho e de crédito, das contas públicas e externas do país e, por fim, da inflação.

1.1 Cenário externo

O ambiente externo permanece incerto, refletindo ajustes ao reposicionamento da política comercial dos EUA. Apesar da conclusão de novos acordos comerciais bilaterais e da revogação ou adiamento de algumas tarifas de importação, a incerteza continua elevada. Esse ambiente incerto consolida-se enquanto o processo de desinflação segue incompleto e apresenta sinais de reversão em alguns países (Gráfico 1.1.1). O crescimento global deve encerrar o ano ligeiramente acima do esperado em seu início. Apesar do efeito líquido dessa revisão ter sido modesto, ocorreram variações positivas e negativas relevantes em seus determinantes. Antecipações, reorientações de cadeias produtivas e tarifas efetivas menores que as anunciadas evitaram uma deterioração do volume de comércio internacional. Contudo, resultaram com frequência em menores preços de exportação e em maiores deslocamentos logísticos. Políticas macroeconômicas e condições financeiras favoráveis mitigaram riscos financeiros e reduziram volatilidade. Os preços de *commodities* permaneceram contidos, ajudando a mitigar o impacto das tarifas sobre a inflação. Novas tecnologias, notadamente inteligência artificial, têm impulsionado investimentos no setor e o efeito riqueza, favorecendo o consumo privado. Esses fatores influenciaram o balanço de riscos, mas contribuíram para manter elevada a incerteza sobre o cenário econômico. Assim, as políticas monetária e fiscal calibram suas funções de reação considerando estimativas sobre os efeitos persistentes do reposicionamento das políticas comerciais, ao passo que evolui a análise da conjuntura.

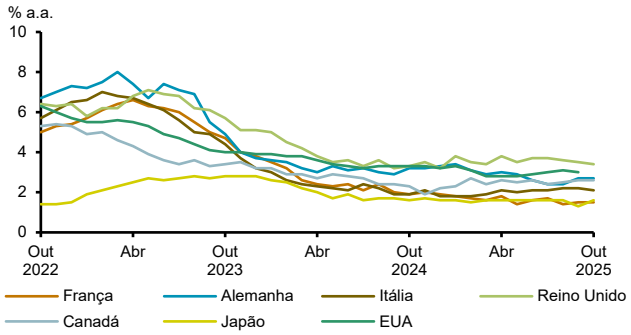
As projeções mais recentes apontam para uma convergência da inflação à meta nos EUA postergada para 2028. A inflação já convergiu para a meta em algumas das principais economias, como na Área do Euro e no Canadá, mas mostra maior resistência no Reino Unido, em especial no componente de serviços. Os núcleos de inflação, entretanto, continuam acima da meta em muitas economias (Gráfico 1.1.2), com ritmo de convergência desacelerando ou interrompido. Os sinais do impacto das tarifas nos preços de bens aumentam gradualmente, enquanto a dinâmica dos preços de energia e de alimentos se mostra mais benigna, sobretudo em emergentes. A dinâmica futura da inflação ao consumidor nos EUA e na China – em direções opostas – depende da gradualidade e da defasagem dos repasses dos preços dos produtores aos consumidores finais. Observa-se ao final de 2025, algum repasse de aumentos nos preços de bens importados e espera-se mais repasses em 2026. A dinâmica dos preços ao longo da cadeia produtiva revela diferenças por setor, por origem e por poder de mercado, e ainda distorções causadas pela antecipação de importações e consequente estocagem precaucionária. A experiência histórica e estudos recentes sugerem uma intensificação dos efeitos das tarifas nos próximos trimestres, à medida que exportadores, importadores, intermediários e varejistas reequilibram suas margens.

Gráfico 1.1.1 – IPC – Países avançados



Fonte: Bloomberg
1/ Até outubro/2025. 2/ Até setembro/2025

Gráfico 1.1.2 – Núcleo do IPC – Países avançados¹

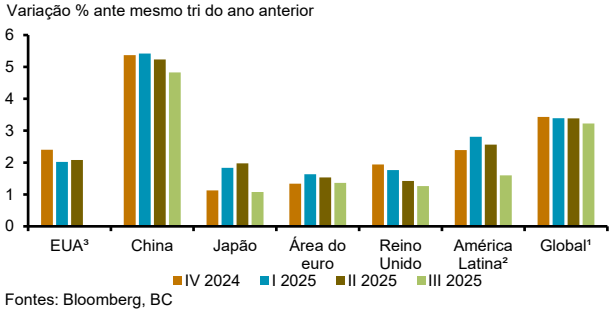


Fonte: Bloomberg
1/ EUA até setembro/2025. Demais, até outubro/2025.

Nas economias avançadas, as expectativas de inflação se reduziram para os horizontes de curto e longo prazos. Esta redução pode estar associada à realização de parte dos efeitos das tarifas e à interpretação de que eventual redução do volume de comércio internacional e da demanda doméstica teria um impacto deflacionário. A decomposição destes impactos entre fatores de oferta ou de demanda tende a variar entre países. Embora venham se materializando, os efeitos líquidos das tarifas nos preços, bem como sua distribuição intertemporal, permanecem incertos. Nas economias emergentes da América Latina, Leste Europeu e Ásia, as expectativas de inflação se moveram em direções distintas, explicadas em maior parte por idiossincrasias e determinantes domésticos.

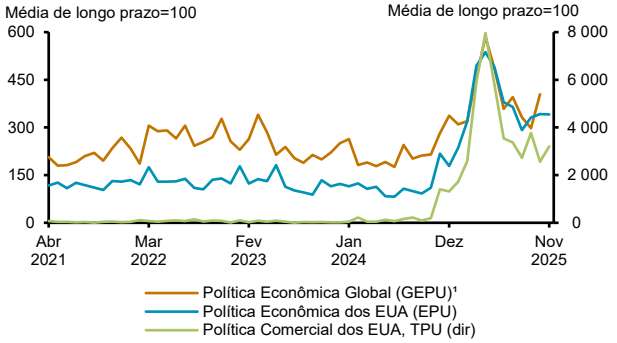
A atividade global continuou crescendo, porém a taxas menores do que observada antes da pandemia, caracterizando uma tendência de desaceleração gradual. Com o nível de incerteza ainda elevado, os riscos de desaceleração mais intensa permanecem enquanto os de recessão global diminuem (Gráfico 1.1.3). Os movimentos de antecipação às tarifas norte-americanas, que impulsionaram a atividade no primeiro trimestre, dissiparam-se ao longo dos segundo e terceiro trimestres. No curto e médio prazos, a combinação de políticas monetárias menos contracionistas e políticas fiscais mais expansionistas continuam sustentando a atividade nas principais economias e se contrapondo à persistente incerteza de política econômica (Gráfico 1.1.4). No processo de ajuste estratégico das cadeias ao reposicionamento das políticas comerciais, divergências no crescimento da produtividade e em vantagens comparativas entre os países ampliam sua relevância. A perspectiva[1] de aumento generalizado do endividamento soberano amplia riscos à sustentabilidade de suas dívidas (Gráfico 1.1.5) e somam-se aos crescentes riscos de desintegração financeira, ampliando a incerteza sobre o crescimento e a inflação. No longo prazo, tendências estruturais como endividamento e demografia contribuem para redução do crescimento potencial e aumento das taxas de juros neutras nas economias relevantes.

Gráfico 1.1.3 – Crescimento do PIB
do 4º tri de 2024 até o 3º tri de 2025



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.
3/ devido aos efeitos do shutdown, o PIB do 3º tri de 2025 ainda não foi divulgado

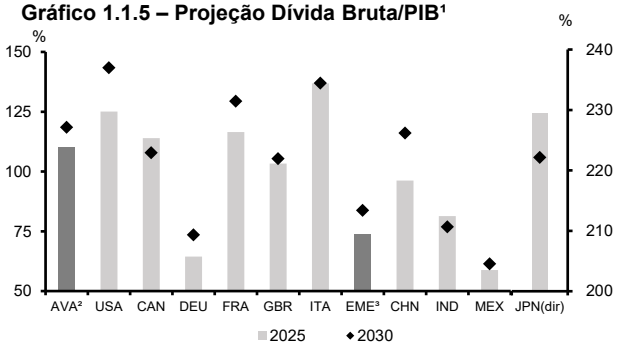
Gráfico 1.1.4 – Medidas de incerteza



Fonte: Bloomberg
1/ Ponderado pela paridade do poder de compra (PPP). Até outubro de 2025.

1/ Fiscal Monitor, FMI, outubro de 2025.

Gráfico 1.1.5 – Projeção Dívida Bruta/PIB[1]



Fontes: FMI - Fiscal Monitor (Out/25)
1/ Metodologia do FMI. 2/Economias avançadas. 3/Economias emergentes

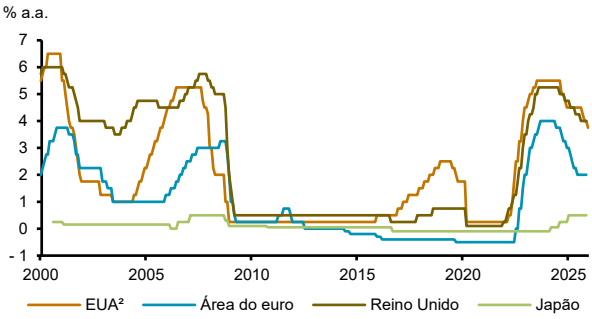
O ciclo de flexibilização monetária foi concluído ou se encerrará em 2026 na quase totalidade das economias avançadas (Gráfico 1.1.6). O aumento da incerteza, os riscos à atividade, sinais de menor demanda no mercado de trabalho e o grau já restritivo da política monetária justificaram o movimento de afrouxamento monetário ocorrido entre meados de 2024 e o final de 2025. Apesar deste movimento, os bancos centrais continuam reafirmando seus compromissos em promover a convergência das taxas de inflação às metas. Banco centrais que já comunicaram finalização do respectivo ciclo e mesmo aqueles que sinalizam trajetórias futuras ensejam estabilização com taxas de juros bem superiores às observadas entre 2010 e 2019. Assim, a rolagem da dívida soberana e o custo do capital dar-se-ão a taxas maiores.

Nos EUA, a atividade econômica tem apresentado sinais de moderação nos últimos trimestres, em um cenário marcado por elevada incerteza de políticas econômicas. A paralisação parcial das atividades do governo federal entre outubro e a primeira quinzena de novembro trouxe prejuízos à atividade econômica e interrupções e atrasos no acesso a dados econômicos, dificultando a análise sobre o desempenho da economia e ampliando o quadro de incerteza. Os dados do PIB do terceiro trimestre ainda não foram divulgados. Estimativas de mercado sugerem que o desempenho foi próximo de 3,0%. A atividade tem apresentado forte oscilação nos últimos trimestres em virtude dos movimentos de antecipação e subsequente contração de importações, diante de anúncios de tarifas externas. O consumo das famílias tem sido volátil ao longo do ano, com desempenho inferior ao do ano passado, mas ainda com sinais de resiliência, favorecido pela propensão ao consumo das famílias com maior patrimônio líquido. O investimento fixo tem acomodado nos últimos trimestres e o residencial segue deprimido, com a demanda por imóveis contida em virtude das taxas de juros hipotecárias e dos preços dos imóveis ainda elevados. A permanência de condições restritivas de crédito, o aumento na inadimplência, a redução na renda disponível e o esgotamento das condições de liquidez afetam desproporcionalmente as famílias com menor patrimônio líquido. A persistência de indicadores de confiança em níveis baixos captura essas pressões e corrobora perspectivas de consumo contido. O crescimento acelerado dos investimentos no setor de tecnologia, com foco especialmente na área de inteligência artificial, tem ampliado sua contribuição para a dinâmica da atividade, pela perspectiva da demanda, sem compensar integralmente a importância relativa do consumo.

Há evidências de acomodação no mercado de trabalho nos últimos trimestres, com sinais de menor demanda combinada com menor oferta de trabalho. Portanto, o mercado laboral permanece relativamente equilibrado, mas com menor mobilidade. O ritmo de contratações líquidas tem sido fraco nos últimos meses, com média de 62 mil pessoas nos últimos três meses até setembro (média total de 76 mil em 2025 e de 168 mil em 2024). A taxa de desemprego em setembro foi de 4,4%, ainda historicamente baixa. Esta taxa reflete um movimento de esfriamento da demanda por trabalhadores que ocorre ao mesmo tempo de uma contração da oferta que tem se verificada desde o início do ano, explicada pela redução na proporção de estrangeiros na força de trabalho (Gráfico 1.1.7) e por menor taxa de participação. Os salários nominais continuam crescendo a taxas altas (3,8% a.a. em setembro[2]), mitigados em termos reais (0,8 % a.a.) pela inflação acima da meta.

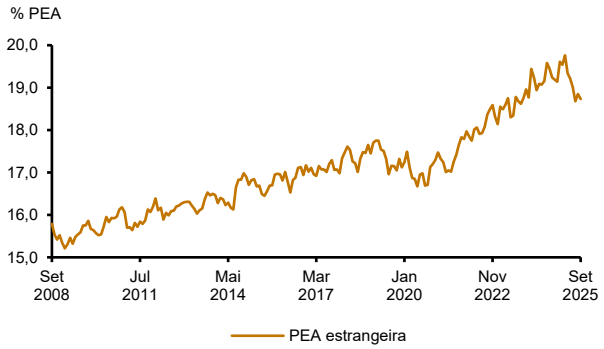
2/ Valor referente ao indicador "Average Hourly Earnings".

Gráfico 1.1.6 – Taxas de política monetária[1]



Fonte: Bloomberg
1/ Até 10 de dezembro. 2/ EUA se refere ao limite superior da taxa de política monetária

Gráfico 1.1.7 – EUA – PEA estrangeira, participação



Fonte: Bloomberg

A inflação nos EUA tem acelerado dos últimos meses, no contexto de elevação de tarifas sobre importações. A inflação ao consumidor do mês de setembro registrou alta de 3,0%[3] a.a., mesmo percentual do núcleo de inflação. Os preços de bens, que historicamente têm apresentado inflação próxima de zero, aceleraram nos últimos meses, especialmente nos segmentos mais sensíveis às importações. Os componentes de moradias têm apresentado taxas próximas às médias observadas antes da pandemia. Os demais componentes de serviços têm acelerado, exercendo pressão adicional sobre a inflação agregada. Há preocupação de que novas altas de preços ainda ocorram nos próximos trimestres, por conta dos efeitos de repasses aos preços dos custos associados à reacomodação de bens importados ou de contaminação das expectativas de inflação. Há evidências de que algumas empresas têm adiado o repasse e optado por redução das margens de lucros. Entretanto, o esgotamento de estoques, a maior clareza sobre as tarifas e a resolução das dificuldades operacionais para sua aplicação podem elevar ainda mais os preços ao consumidor.

O *Federal Reserve (Fed)* reduziu a taxa de juros em dezembro para intervalo entre 3,5%-3,75%, pela terceira vez consecutiva, comunicando que a taxa dos *Fed Funds* está próxima ao seu nível neutro, devendo novas decisões depender do fluxo de informações. Diante do cenário de riscos em duas direções, alta da inflação e queda do emprego, as decisões têm apresentado dissenso nas últimas reuniões. Adicionalmente, alinhado ao propósito de manutenção do amplo nível de reservas de liquidez, o Fed comunicou que iniciará a compra de títulos do Tesouro de curto prazo, conforme for o necessário.

Na Área do Euro, o crescimento do PIB subiu no terceiro trimestre de 2025, com avanço de 0,3% T/T, ante 0,1% no trimestre anterior (dados dessazonalizados). O setor externo contribuiu negativamente para a atividade econômica do bloco (-0,2 p.p.), refletindo o impacto das tarifas dos EUA, bem como a maior concorrência de produtos chineses no mercado comum. A formação bruta de capital fixo (FBCF) contribuiu positivamente, com expansão de 0,9% T/T, enquanto o consumo do governo apresentou crescimento de 0,7% na mesma base de comparação. O consumo das famílias, entretanto, continua exibindo uma dinâmica relativamente fraca (+0,2%). Entre as principais economias da região, o PIB da Alemanha ficou estagnado, com investimento moderado e consumo das famílias e exportações em queda. A Espanha voltou a se destacar com crescimento robusto (+0,6%), enquanto o PIB da França surpreendeu positivamente (+0,5%), favorecido pelas exportações líquidas, notadamente do setor aeronáutico. Em termos gerais, as perspectivas para a atividade econômica da região permanecem relativamente contidas em função de incerteza política, desdobramentos do conflito na Ucrânia, baixa confiança de consumidores e empresários e falta de espaço fiscal na maioria dos países. Entretanto, a resiliência do emprego e da renda real, o aumento do crédito e a expansão de gastos públicos em infraestrutura e defesa, em especial na Alemanha, poderão contrabalançar esses efeitos.

Tanto a inflação cheia como o núcleo mantiveram-se relativamente estáveis no trimestre, oscilando ligeiramente acima da meta de 2% do Banco Central Europeu (BCE). A inflação de serviços, entretanto, continua em patamar relativamente elevado (3,5% a.a. na prévia de novembro). O BCE espera uma dinâmica

3/ Medido pelo Consumer Price Index.

mais favorável deste segmento nos próximos meses, amparada por menores reajustes salariais acordados em negociações coletivas.

A taxa de depósito do BCE permanece estável em 2,0% desde o último corte do ciclo de flexibilização monetária em junho de 2025. Na sua comunicação, o BCE continua destacando que a inflação convergiu para próximo à meta de médio prazo de 2%. Enfatiza também que o aumento dos salários vem moderando e que as taxas de política permanecem bem-posicionadas ante o cenário global incerto. Ao mesmo tempo, o BCE reafirma que as suas decisões continuarão dependentes da evolução dos dados macroeconômicos e da inflação, considerando o balanço de riscos e a transmissão da política monetária.

No Reino Unido, o crescimento do PIB desacelerou no terceiro trimestre, com prévia de 0,1% T/T, ante 0,3% no trimestre anterior. Mantiveram-se as tendências observadas no segundo trimestre, com crescimento moderado em serviços e na construção civil, contraposto por queda mais acentuada na indústria. A inflação ao consumidor registrou em outubro a primeira queda anual em 7 meses, para 3,6%, ante 3,8% nos três meses anteriores (maiores variações registradas em 2025). O núcleo ex-energia, alimentação, álcool e tabaco registrou 3,4% em outubro, refletindo desaceleração em serviços, embora a variação do segmento (4,5%) ainda seja elevada. A taxa básica de juros foi mantida em 4,0% na última reunião do Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra, no início de novembro. Nessa ocasião, o Comitê avaliou que se o processo de desinflação se mantiver, a taxa de juros deve continuar em uma trajetória gradual de queda, adotada desde agosto do ano passado, quando teve início o ciclo de afrouxamento monetário. A sustentabilidade da dívida soberana concentra atenção e induz volatilidade no mercado de *gilts*. A proposta de orçamento para 2026 postergou questões estruturais, mas não piorou as expectativas.

Na China, a atividade econômica desacelerou no terceiro trimestre do ano. O PIB registrou taxa interanual de crescimento de 4,8%, após 5,4% no primeiro trimestre e 5,2% no segundo. Pela ótica da oferta, os setores de construção e de incorporação imobiliária apresentaram taxas negativas de variação na comparação com o mesmo trimestre do ano passado. Pela ótica da demanda, as exportações líquidas e o consumo das famílias se mantiveram no mesmo nível que no segundo trimestre, de modo que a desaceleração da demanda agregada se deveu integralmente à redução da contribuição da FBCF.

O crescimento econômico deve apresentar desaceleração no quarto trimestre deste ano. Os indicadores de atividade econômica referentes ao mês de outubro, como produção industrial, serviços e vendas no varejo, mostraram continuidade da tendência de desaceleração registrada no terceiro trimestre. O investimento em ativo fixo acumulado no ano apresentou taxas negativas de variação em setembro e em outubro, o que era inédito na série histórica, excluído o ano da pandemia de Covid-19. O setor de incorporação imobiliária continua sendo a principal fragilidade da economia, com o investimento nesse setor apresentando contração cada vez mais acentuada. No entanto, o crescimento do PIB tende a alcançar a meta de 5% para 2025, pois o forte crescimento registrado no primeiro semestre compensará a desaceleração esperada no segundo.

O governo chinês sinalizou que o equilíbrio entre a oferta e a demanda no mercado interno de bens será uma das prioridades do próximo Plano Quinquenal. O excesso de oferta deve ser reduzido, de modo que a economia se torne menos dependente da demanda externa. A política macroeconômica deve, pela ótica da demanda, priorizar o consumo das famílias, relativamente ao investimento e, pela ótica da oferta, privilegiar a indústria de transformação, relativamente aos serviços, principalmente os setores de tecnologia avançada. Em face da desaceleração da atividade econômica em andamento, o governo anunciou novas medidas de impulso de crédito, direcionadas para o programa de resolução de dívidas de governos locais e para a promoção de projetos de investimento selecionados. As negociações comerciais entre China e EUA progrediram e algumas das medidas restritivas de ambos os lados foram canceladas, postergadas ou suavizadas.

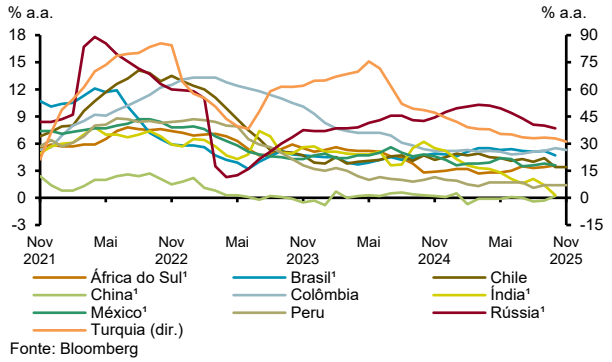
As principais economias emergentes registraram crescimento do PIB no terceiro trimestre de 2025 na comparação interanual, mas riscos e incertezas substanciais persistem no horizonte. Entre as principais economias emergentes a tendência mais geral foi de taxas menores de crescimento comparativamente ao trimestre anterior, embora com exceções. As maiores economias da América Latina voltaram a apresentar

comportamentos diferentes em relação a taxa de crescimento interanual do PIB, com aceleração na Colômbia, desaceleração na Argentina, Brasil e Chile, e contração no México. Nestas economias, a demanda doméstica, em geral, segue robusta e a importação mais dinâmica que a produção doméstica. Os principais indicadores de condições financeiras para as economias emergentes mostraram melhora em relação ao trimestre anterior. As moedas das economias emergentes tiveram comportamentos divergentes no período, refletindo fatores regionais, mudanças na política comercial dos EUA, preços de matérias-primas, além de fatores idiossincráticos. Medidas de apetite ao risco apresentaram pouca variação em relação ao final do trimestre anterior, apesar da volatilidade no período.

Vários riscos e incertezas para as economias emergentes persistem, principalmente relacionados à continuidade das tensões comerciais e geopolíticas globais. As oscilações na implementação de tarifas de importação pelos EUA continuam mantendo a incerteza elevada, afetando negativamente a confiança e o investimento. Os impactos de médio prazo das tarifas já em vigor seguem difíceis de serem mensurados. Também as tensões geopolíticas parecem ter escalado com novos focos no Caribe e na Ásia, enquanto a situação no Oriente Médio continua frágil e um acordo de paz entre Rússia e Ucrânia segue indefinido. Dúvidas sobre o desempenho da economia chinesa e seus impactos nos preços das *commodities* continuam ofuscando o cenário para as economias emergentes, principalmente os países exportadores destas mercadorias.

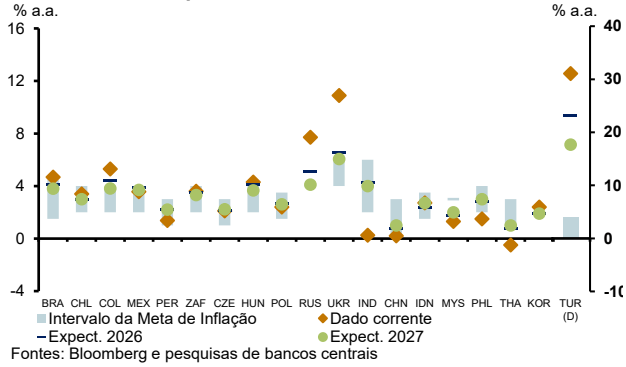
As expectativas para a inflação para o final de 2026 nas principais economias emergentes apontam majoritariamente para inflação dentro do intervalo das metas. As expectativas para taxas básicas de juros antecipam, na maioria dos casos, cortes de magnitude modesta. As taxas de inflação seguiram em níveis distintos entre as economias emergentes, com a inflação diminuindo na maioria dos países, com algumas exceções (Gráfico 1.1.8). As expectativas de inflação nas economias emergentes da Europa e da América Latina apontam para taxas mais próximas do centro das metas ao final de 2027, enquanto na Ásia, prosseguem com taxas dentro ou abaixo das metas tanto no final de 2026 como em 2027 (Gráfico 1.1.9). A trajetória futura da inflação nas economias segue sujeita a elevada incerteza, refletindo tanto a calibragem de política macroeconômica doméstica como os focos de tensões comerciais e geopolíticas globais. As expectativas para as taxas básicas de juros apontam geralmente para taxas mais baixas, mas relativamente próximas das atuais ao final de 2026, e iguais ou ligeiramente menores ao final do ano seguinte.

Gráfico 1.1.8 – IPC – Países emergentes



Fonte: Bloomberg
1/ Até outubro/2025.

Gráfico 1.1.9 – Expectativas de inflação¹



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais
1/ Até 08 de dezembro.

Os preços[4] de *commodities* energéticas apresentaram recuo no trimestre, especialmente em função da continuidade da ampliação de oferta da Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados (OPEP+). As decisões mensais da OPEP+ de seguir ampliando as cotas de produção (Gráfico 1.1.10) até dezembro de 2025, as perspectivas de excesso de oferta no mercado e a consequente elevação de estoques têm exercido pressão baixista nos preços do petróleo. Além disso, a queda de preços foi ampliada temporariamente pela perspectiva de acordo de paz na Guerra da Ucrânia no final de novembro, o que acabou não se materializando. Os estoques dos países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) ganharam tração e vêm subindo para níveis próximos das médias históricas. Na mesma linha do petróleo, o preço do gás natural na Europa sofreu recuo no trimestre com a continuidade da oferta

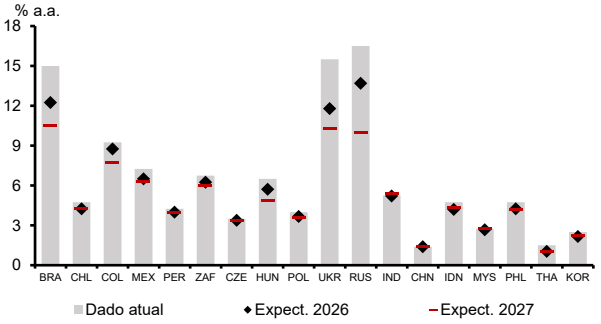
4/ Nesta seção, as variações dos preços de commodities referem-se às variações entre as respectivas datas de fechamento dos Relatórios.

de Gás Natural Liquefeito (GNL), em meio a perspectivas de ampliação da oferta ainda durante o inverno com a entrada em operação e expansão de projetos nos maiores países produtores. Entretanto, a recente recomposição de estoques em níveis inferiores ao observado no ano passado e o risco advindo da possibilidade de inverno mais rigoroso impedem um recuo mais significativo nos preços.

Os preços de *commodities* metálicas apresentaram alta no período, respondendo principalmente às expectativas de um alívio nas disputas comerciais entre EUA e China e uma reaceleração na atividade chinesa. Os preços do aço e alumínio, assim como no trimestre anterior, mantiveram os diferenciais elevados entre o mercado americano e demais mercados, distorcidos pelas tarifas de importação impostas pelos EUA. No caso do cobre, os preços responderam à oferta, pressionada por paralisações não programadas em minas na Indonésia e no Chile, à continuidade da demanda por energias limpas e às perspectivas de cortes de juros nos EUA. Os preços do minério de ferro na China, em que pese as incertezas sobre o crescimento do país, têm sido impulsionados por aumento da demanda doméstica para recomposição de estoques, planos de aumento de produção de aço, melhores perspectivas das políticas de incentivo econômico e perspectivas de melhora nas disputas comerciais. Entretanto, as persistentes dúvidas relacionadas ao setor imobiliário do país impedem maior elevação nos preços.

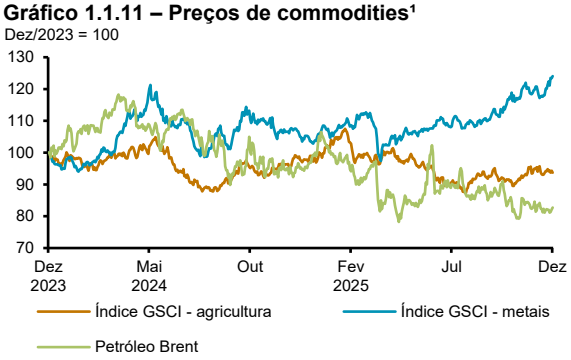
Os preços de *commodities* agrícolas divergiram no período, contrapondo a continuidade da ampla oferta em milho, arroz e trigo e o aumento de importações de soja americana pela China. A continuidade de ampla oferta de milho e do trigo manteve seus preços contidos, em que pese dúvidas sobre disponibilidade para exportações. A oferta de arroz levou a recuos mais significativos, em que pese as incertezas sobre clima. Apesar da ampla oferta, os preços de soja nos EUA apresentaram alta expressiva, sobretudo após o início das compras chinesas como parte do acordo comercial bilateral. A retirada pelos EUA das tarifas de importação de 40% sobre os produtos agrícolas brasileiros incluiu o café, porém não o solúvel, trazendo incerteza para o segmento. Além disso, a continuidade de estoques baixos e notícias de chuvas abaixo da média e riscos de estiagem em regiões produtoras do Brasil acabaram se sobrepondo e mantendo os preços do café elevados.

Gráfico 1.1.10 – Taxas básicas de juros[1]



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais
1/ Até 08 de dezembro.

Gráfico 1.1.11 – Preços de commodities[1]



Fonte: Bloomberg
1/ Até 5 de dezembro.

Em síntese, os dados do terceiro trimestre apontam para uma desaceleração do crescimento, após um primeiro trimestre marcado por atividade econômica resiliente e um segundo trimestre marcado por choques de incerteza. Entre os fatores adversos para o cenário prospectivo, destacam-se a incerteza persistente, associada ao reposicionamento de políticas comerciais, que têm contribuído para deteriorar confiança e expectativas. Riscos de novas medidas protecionistas e maior fragmentação comercial e financeira continuam presentes. Paralelamente, crescem as dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida soberana nas principais economias e os riscos de reprecificação abrupta de ativos. Uma eventual interação entre riscos fiscais e financeiros, afetando as curvas de juros, os fluxos de capitais e a volatilidade cambial, pode deteriorar ainda mais o cenário. Nesse caso, o canal das expectativas amplificaria e aceleraria os efeitos. Entre os fatores positivos para o cenário, cabe citar o mercado de trabalho que, embora moderando, permanece relativamente equilibrado. A oferta suficiente das principais *commodities* reduz pressões inflacionárias. Ambos os fatores ampliam graus de liberdade para a política monetária. Além disso, o balanço patrimonial agregado positivo das famílias e empresas mitiga propagação de choques e contágio. O crescimento acelerado dos investimentos

no setor de tecnologia, com foco especialmente na área de inteligência artificial, introduz não apenas novos riscos, mas também oportunidades e dinamismo para a atividade econômica. Esses fatores manifestam-se em contexto de reequilíbrio dos fundamentos macroeconômicos e, sobretudo, de continuidade gradual do processo desinflacionário. A combinação desses elementos contribui para uma assimetria ainda negativa no balanço de riscos para a economia global. A avaliação precisa de seu impacto líquido será essencial para orientar os próximos passos da política monetária, considerando-se o alto grau de incerteza quanto à sua implementação, seus efeitos defasados, a distribuição desses efeitos sobre demanda e oferta e a efetividade heterogênea dos diversos canais de transmissão para a atividade e para a inflação.

Nesse cenário, o ciclo de flexibilização da política monetária foi concluído ou deverá se encerrar em 2026 na quase totalidade dos bancos centrais das principais economias. Entretanto, as taxas de juros continuam, em algumas economias sistêmicas, em níveis contracionistas. De qualquer maneira, os bancos centrais continuam atentos à dinâmica da inflação e da inflação subjacente, ao nível de emprego e ao balanço de riscos, reforçando a necessidade de manter uma política monetária flexível e uma comunicação transparente.

1.2 Conjuntura interna

Atividade econômica

Como esperado, a atividade econômica doméstica manteve trajetória de moderação no terceiro trimestre de 2025, com o PIB avançando 0,1%, após alta de 0,3% no segundo trimestre. Pela ótica da oferta, houve crescimento na agropecuária, na indústria e em serviços, com recuperação no ritmo de crescimento dos componentes mais cíclicos. Pela ótica da demanda, o arrefecimento da atividade foi mais evidente: o consumo das famílias desacelerou, ficando praticamente estável no trimestre, enquanto a FBCF e as importações registraram aumentos relativamente modestos, a despeito de ter ocorrido, no período, a importação de uma plataforma de petróleo, um evento não recorrente (Tabela 1.2.1).

Tabela 1.2.1 – Produto Interno Bruto
Trimestre ante trimestre imediatamente anterior
Dados dessazonalizados

Variação %

Discriminação	2024				2025		
	I	II	III	IV	I	II	III
PIB a preços de mercado	0,8	1,7	0,9	-0,1	1,5	0,3	0,1
PIB ex-agro a preços de mercado	0,9	1,7	0,8	-0,1	0,8	0,3	0,3
Agropecuária	3,6	-0,6	0,6	-3,8	16,4	-1,4	0,4
Indústria	0,5	0,8	0,6	0,2	0,2	0,6	0,8
Extrativa	0,3	-5,2	0,0	1,4	3,7	4,8	1,7
Transformação	1,7	2,2	0,9	0,4	-1,1	-0,4	0,3
Construção	0,8	2,6	-0,6	1,9	-0,7	-0,3	1,3
EGAER	-5,1	0,2	-1,8	0,2	1,7	-1,6	-1,0
Serviços	0,9	1,8	0,7	-0,2	1,0	0,3	0,1
Comércio	2,7	1,4	0,5	0,0	0,4	0,1	0,4
Transportes	2,4	1,3	0,0	0,3	-0,3	1,4	2,7
Serviços de informação	2,5	1,7	2,6	-0,4	2,8	1,4	1,5
Intermediação financeira	0,8	1,5	1,6	0,0	0,3	1,3	-1,0
Outros serviços	2,3	0,5	1,7	-0,2	0,1	1,0	0,2
Atividades imobiliárias	1,0	0,8	0,9	-0,1	0,4	0,8	0,8
APU	0,2	1,2	0,5	-0,3	0,3	-0,1	0,4
VAB mais cíclicos	1,2	1,7	1,1	0,0	0,0	0,4	0,6
VAB menos cíclicos	0,7	0,6	0,6	0,0	2,4	0,7	0,1
Consumo das famílias	2,6	1,0	1,5	-0,9	0,6	0,6	0,1
Consumo do governo	-0,5	1,0	0,4	-0,8	1,3	0,0	1,3
FBCF	3,0	3,1	2,4	0,7	2,3	-1,5	0,9
Exportação	-0,9	1,3	-1,6	-0,7	3,6	1,0	3,3
Importação	3,4	8,9	1,7	-0,7	5,1	-2,4	0,3
Dessazonalização pelo método indireto							
PIB a preços de mercado	1,6	0,9	0,9	-0,1	1,2	0,4	0,5
PIB ex-agro a preços de mercado	1,5	1,0	0,9	0,1	0,3	0,5	0,5
VAB mais cíclicos	1,8	1,4	0,9	0,2	0,0	0,3	0,6
VAB menos cíclicos	0,9	0,2	0,7	-0,6	3,1	0,6	0,4

Fontes: IBGE e BC

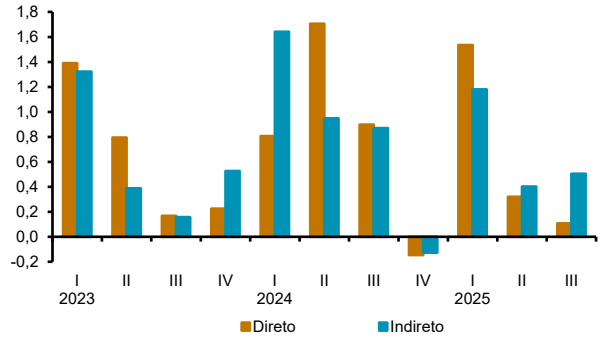
A revisão dos dados das Contas Nacionais Trimestrais (CNT) não alterou o crescimento anual de 2024, mas elevou ligeiramente o nível do PIB no primeiro semestre de 2025. A divulgação das CNT do terceiro trimestre foi acompanhada de revisões em dados divulgados anteriormente, como ocorre anualmente. Essa atualização incorporou, sobretudo, as versões mais atualizadas dos indicadores mensais e dos levantamentos de safra, bem como as pesquisas estruturais anuais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para a agropecuária, relativas ao ano de 2024. A estimativa de crescimento do PIB em 2024 permaneceu em

3,4%. Para 2025, as variações trimestrais ajustadas sazonalmente do PIB agregado foram pouco alteradas: passaram de 1,3% para 1,5% no primeiro trimestre e de 0,4% para 0,3% no segundo. Na comparação interanual, as revisões para o primeiro semestre indicaram alta, mas de magnitude limitada (0,2 p.p.). Em alguns componentes, contudo, as alterações foram mais expressivas, com destaque para a agropecuária, cuja expansão no primeiro semestre de 2025 ficou 2,1 p.p. acima da estimativa anterior.

Sob a ótica da oferta, a variação do PIB no terceiro trimestre refletiu altas moderadas na agropecuária e em serviços e mais forte na indústria. A agropecuária avançou 0,4%, após crescimento expressivo no primeiro trimestre e leve recuo no segundo, mantendo o valor adicionado em patamar elevado. A indústria cresceu 0,8% no terceiro trimestre, com altas em todos os segmentos, exceto eletricidade, gás, água, esgoto e gestão de resíduos (EGAER), que recuou em contexto de moderação no consumo de energia elétrica e aumento da participação das termoelétricas no total de eletricidade produzido. A indústria de transformação registrou avanço modesto, após dois trimestres consecutivos de quedas. A construção devolveu as quedas ocorridas nos dois trimestres anteriores, de forma que o crescimento médio nos trimestres de 2025 continua baixo. Por fim, o destaque para o crescimento do setor secundário foi a indústria extrativa, que registrou o quarto trimestre consecutivo de altas robustas. O setor de serviços avançou 0,1% no terceiro trimestre, após crescer 1,0% e 0,3% nos dois primeiros trimestres do ano. Apesar da expansão modesta em termos agregados, seis das sete atividades de serviços apresentaram crescimento maior do que 0,1% no terceiro trimestre. As maiores altas foram em transportes e serviços de informação e a única atividade com variação menor que o setor terciário agregado foi a intermediação financeira, que recuou. Esse comportamento sugere cautela na avaliação do desempenho agregado do setor. Considerando o ajuste sazonal pelo método indireto, que dessazonaliza os componentes antes da agregação, o setor de serviços apresentou um crescimento mais homogêneo nos três primeiros trimestres do ano.[5]

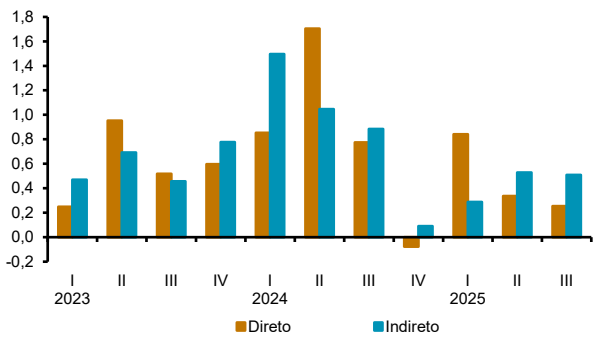
Ainda sob a ótica da oferta, o PIB ex-agropecuária obtido com ajuste sazonal indireto sugere um ritmo de crescimento moderado e razoavelmente homogêneo nos três primeiros trimestres de 2025. Pelo ajuste sazonal oficial, o PIB agregado desacelerou fortemente no quarto trimestre de 2024, registrou alta acentuada no primeiro trimestre de 2025 e cresceu em ritmo modesto, com média de 0,2% nos dois trimestres seguintes. Ao excluir o setor agropecuário, setor pouco sensível ao ciclo econômico e que teve alta atipicamente elevada no primeiro trimestre de 2025, a dinâmica não se altera muito. Contudo, pelo método indireto — que agrega os componentes já dessazonalizados — a trajetória se mostra distinta, especialmente para o PIB ex-agropecuária. Nesse caso, o indicador desacelerou no quarto trimestre de 2024, quando registrou alta de 0,1% após crescer em média 1,1% nos três trimestres anteriores, e apresentou crescimentos trimestrais moderados e relativamente homogêneos a partir do primeiro trimestre de 2025, com média de 0,4% (Gráficos 1.2.1 e 1.2.2). Essa análise apenas corrobora a interpretação de que houve uma moderação do crescimento da economia brasileira desde o final de 2024.

Gráfico 1.2.1 – PIB - ajuste direto e indireto



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.2 – PIB ex-agro - ajuste direto e indireto



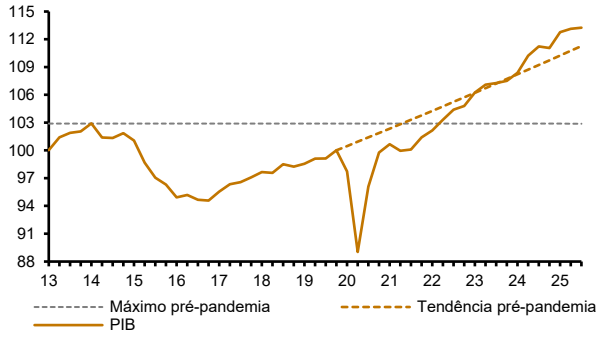
Fontes: IBGE e BC

5/ Enquanto o ajuste oficial indica altas de 1,0%, 0,3% e 0,1% para o setor de serviços nos três trimestres, a dessazonalização indireta aponta para crescimentos de 0,4%, 0,6% e 0,4% no mesmo período. Uma discussão sobre ajuste sazonal direto e indireto pode ser encontrada no boxe Ajuste sazonal e incerteza sobre a intensidade da desaceleração do PIB no início de 2025 do RPM de março desse ano.

Após três trimestres de crescimentos bastante modestos, os setores mais sensíveis ao ciclo econômico apresentaram recuperação. Depois de crescerem a uma taxa média de 0,2% nos três trimestres anteriores, os setores mais cíclicos registraram alta de 0,6% no terceiro trimestre de 2025, impulsionados pela retomada da indústria de transformação e da construção, após duas quedas consecutivas, e pelo avanço de alguns segmentos mais cíclicos de serviços, como transportes e serviços de informação. Os setores menos sensíveis ao ciclo econômico cresceram 0,4%, desacelerando ligeiramente em relação ao trimestre anterior, quando avançaram 0,6% (Gráfico 1.2.4).[6]

Gráfico 1.2.3 – PIB - Nível

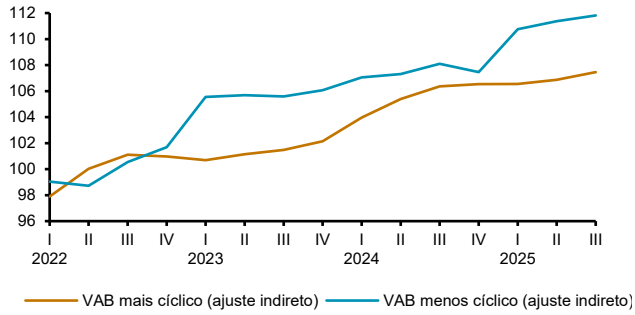
IV 2019 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.4 – PIB – Componentes mais cíclicos e menos cíclicos

2022 = 100, a.s.

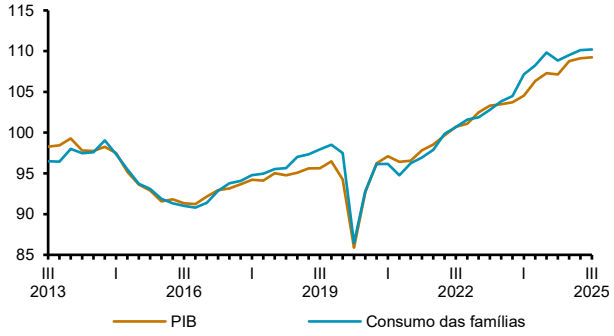


Fontes: IBGE e BC

O consumo das famílias desacelerou, ficando praticamente estável no terceiro trimestre. Após crescer 0,6% nos dois primeiros trimestres de 2025, o consumo das famílias avançou apenas 0,1% no terceiro trimestre (Gráfico 1.2.5). O menor ritmo de crescimento do consumo pode estar associado ao arrefecimento da renda disponível, refletindo menor expansão do rendimento do trabalho — com crescimento mais lento da população ocupada — e dos benefícios sociais.[7] Além disso, o aumento do endividamento das famílias e do comprometimento da renda com o serviço da dívida é um fator limitante para a expansão do consumo. Indicadores conjunturais de produção de bens de consumo, comércio varejista e serviços prestados às famílias mostram estagnação ou recuo nos últimos trimestres, corroborando o arrefecimento do consumo (Gráfico 1.2.6).

Gráfico 1.2.5 – PIB e consumo das famílias

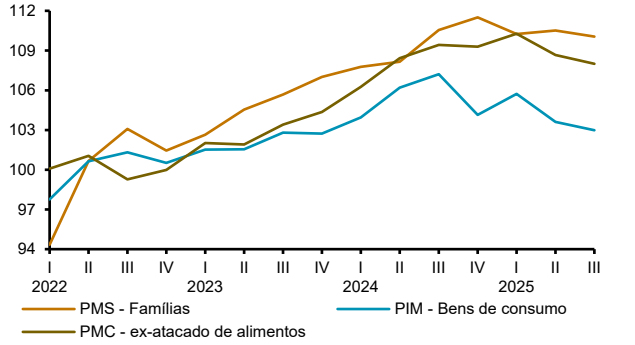
2022 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.6 – Indicadores de consumo das famílias

2022 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BC

A FBCF avançou no terceiro trimestre, impulsionada pela importação de plataforma de petróleo. Ao longo de 2025, o indicador apresentou oscilações relevantes: alta de 2,3% no primeiro trimestre, recuo de 1,5% no segundo e novo avanço de 0,9% no terceiro (Gráfico 1.2.9). Esse desempenho foi fortemente influenciado pela evolução das importações de bens de capital, bastante impactadas pelas aquisições de plataformas no primeiro e no terceiro trimestres do ano. A produção de bens de capital recuou no terceiro trimestre, contribuindo negativamente para a variação da FBCF. O valor adicionado bruto (VAB) da construção avançou, sugerindo

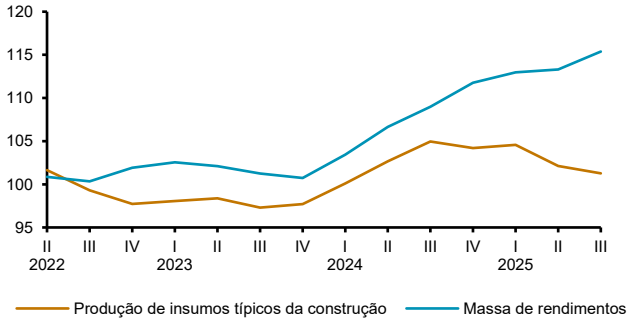
6/ A partir da classificação dos setores mais e menos sensíveis ao ciclo econômico, discutida em diversas edições anteriores do Relatório. As atividades menos cíclicas são: agropecuária; indústria extrativa; atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados; atividades imobiliárias; e administração, defesa, saúde e educação públicas e seguridade social. As variações citadas foram obtidas com ajuste sazonal indireto, calculado através da agregação dos componentes do PIB pelo lado da oferta após a dessazonalização.

7/ Ver a próxima seção deste capítulo.

contribuição positiva do setor.[8] Por outro lado, indicadores coincidentes do nível de atividade da construção mostraram sinais mistos: enquanto a massa de rendimentos do setor avançou, a produção de insumos típicos da construção apresentou queda (Gráfico 1.2.7). Por fim, a receita de serviços de tecnologia da informação[9] cresceu novamente, indicando contribuição positiva do segmento para a FBCF no trimestre. Como proporção do PIB, a FBCF recuou, apesar da importação de plataforma. Excluindo esse item não recorrente, a razão FBCF/PIB registrou queda maior no período (Gráfico 1.2.10).

Gráfico 1.2.7 – Indicadores da construção

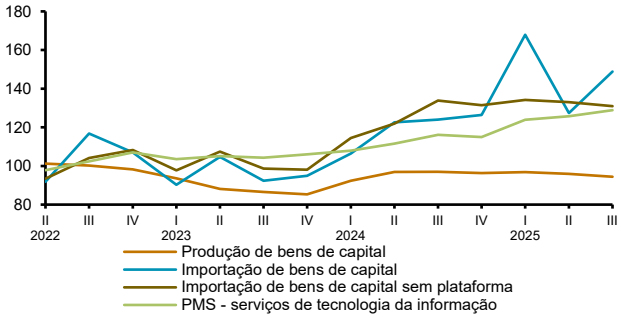
2022 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.8 – Máquinas e equipamentos e sistemas de informação

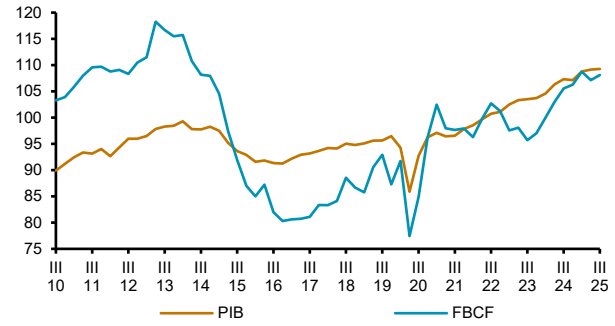
2022 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BC (metodologia Funcex)

Gráfico 1.2.9 – PIB e FBCF

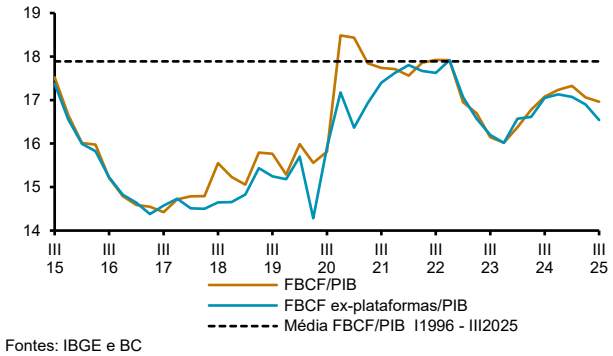
2022 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.10 – FBCF/PIB a preços correntes

%, a.s.



Fontes: IBGE e BC

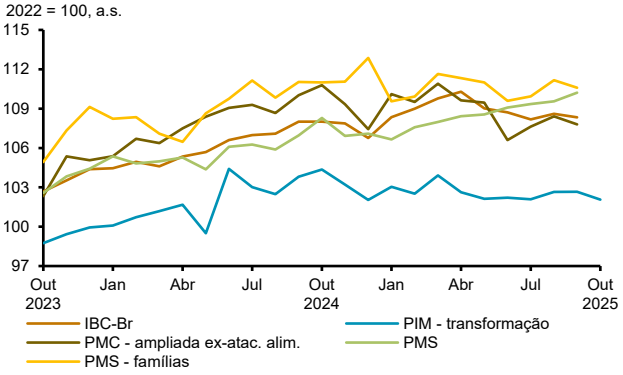
No setor externo, as exportações aceleraram, enquanto as importações registraram crescimento modesto, apesar da aquisição de plataforma de petróleo. As vendas externas avançaram 3,3% no terceiro trimestre, após altas de 3,6% no primeiro e 1,0% no segundo, impulsionadas principalmente pelo aumento no embarque de produtos básicos. Também houve expansão nas exportações de bens manufaturados e semimanufaturados em relação ao trimestre anterior. As importações, por sua vez, cresceram 5,1% no primeiro trimestre, recuaram 2,4% no segundo e tiveram leve alta de 0,3% no terceiro, movimento fortemente influenciado pelas aquisições de plataformas de petróleo já mencionadas. No terceiro trimestre, além da elevação no desembarque de bens de capital — impulsonada pela plataforma — destacou-se, em sentido oposto, o forte declínio na compra de bens duráveis, que devolveu parte da expressiva alta registrada anteriormente. Também houve expansão tanto nas exportações quanto nas importações de serviços no período.

Os primeiros dados disponíveis sugerem continuidade da moderação da atividade econômica no quarto trimestre. Em outubro, a produção da indústria de transformação recuou 0,6%, após estabilidade em setembro, deixando carregamento estatístico negativo para o quarto trimestre. Contudo, esse recuo não foi disseminado, concentrando-se em bens intermediários, segmento bastante afetado no mês por paradas em refinarias de petróleo. Nos serviços prestados às famílias e no comércio, indicadores coincidentes construídos a partir de dados de meios de pagamento apresentaram sinais predominantemente negativos em setembro e outubro.

8/ A variação do VAB pode divergir da evolução da produção final do setor. Por isso, sua trajetória nem sempre reflete de forma adequada a contribuição do setor para a FBCF.
9/ De acordo com a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS).

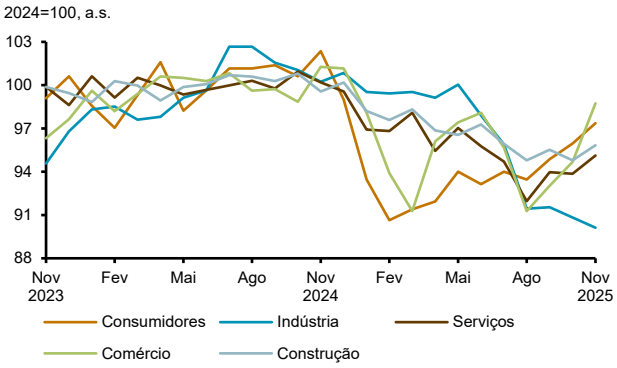
Os índices de confiança apresentaram uma recuperação parcial após a trajetória de queda observada até meados do terceiro trimestre. A confiança dos consumidores e, de forma geral, a dos empresários vinha recuando desde o final de 2024, mas voltou a crescer a partir de agosto. Apesar dessa melhora, os níveis de novembro ainda permanecem inferiores aos registrados em dezembro de 2024. A confiança da indústria, contudo, foi exceção, mantendo a tendência de queda.

Gráfico 1.2.11 – Indicadores de atividade econômica



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.12 – Índices de confiança



Fonte: FGV

Tabela 1.2.2 – Indicadores coincidentes da atividade

Dados dessazonalizados

Variação %

Discriminação	2025									
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out
Circulação de veículos pesados	3,5	0,3	0,6	0,3	-0,2	-0,1	1,9	-0,7	1,8	0,7
Expedição de papelão ondulado	-0,7	1,6	1,9	-1,1	0,7	-1,1	2,0	-0,9	0,9	1,7
Produção de veículos leves	2,0	-0,7	1,2	4,9	-11,2	8,0	2,5	-0,8	3,2	-0,0
Produção de caminhões	-14,0	19,3	-0,6	-9,2	6,6	-1,9	4,5	-15,4	-3,3	-6,9
Licenciamento de veículos	-1,3	-1,2	5,5	0,9	1,9	-5,7	3,0	-4,8	7,8	-0,2
Índice Cielo de varejo ampliado	0,4	-0,5	-0,3	0,5	-0,3	-1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0
IGET ampliado	-0,5	1,7	0,9	-0,5	-1,7	-0,3	1,5	-0,1	-0,2	-0,3
IGET serviços às famílias	-0,6	1,5	-3,6	-0,9	3,3	-3,9	-0,3	3,9	-4,7	-3,5
IDAT bens[1]	1,1	0,1	2,4	-1,9	0,2	0,1	-1,9	1,0	-0,7	0,2
IDAT serviços[1]	-1,2	2,2	-0,1	-0,3	-0,4	-1,3	-1,5	2,0	-1,6	-0,8

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

[1] Meios de pagamentos expandidos.

Conforme detalhado em boxe deste RPM, a projeção de crescimento do PIB para 2025 foi revisada de 2,0% para 2,3%, enquanto a estimativa para 2026 passou de 1,5% para 1,6%. A revisão da projeção de crescimento anual em 2025 reflete, sobretudo, a revisão das séries históricas, com destaque para um crescimento da agropecuária no primeiro semestre mais forte do que o divulgado anteriormente, e um resultado do terceiro trimeste ligeiramente acima do esperado. Contribuíram para a alta na projeção para 2026 a expectativa de crescimento maior em 2025, resultando em carregamento estatístico para o ano seguinte ligeiramente mais elevado, bem como a incorporação das estimativas preliminares dos impactos da isenção ou desconto no Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) para as primeiras faixas de renda. Em sentido oposto, destacam-se as revisões baixistas nas projeções para a agropecuária e para a indústria extrativa, refletindo, respectivamente, as primeiras estimativas para a safra de 2026 e prognósticos um pouco menos favoráveis para a produção de minério de ferro.

Mercado de trabalho

Apesar de sinais de arrefecimento na ocupação, o mercado de trabalho continua aquecido, com desemprego baixo e salário real em expansão. A estabilidade na taxa de desocupação após vários trimestres de queda e a menor geração de empregos com carteira sugerem alguma acomodação do mercado de trabalho.

Por outro lado, medidas de salário real, especialmente o rendimento médio do trabalho segundo a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), continuam crescendo.

Mesmo com a queda da população ocupada nos últimos meses, a taxa de desocupação manteve-se ao redor do seu mínimo histórico. Após mais de dois anos de queda ininterrupta, a taxa de desocupação se manteve em 5,8% no trimestre encerrado em outubro, o mínimo das últimas décadas (Gráfico 1.2.13).[10] Essa estabilidade ocorreu mesmo com a retração de 0,3 p.p. no nível de ocupação[11], para 58,4%, movimento que repercutiu quedas de 0,1% na ocupação formal e 0,6% na informal. A taxa de participação na força de trabalho também diminuiu na mesma magnitude, para 62%, compensando o recuo no nível de ocupação e mantendo a taxa de desocupação estável. Com a diminuição recente, a taxa de participação na força de trabalho distanciou-se ainda mais dos patamares observados em meados de 2022 e antes da pandemia (Gráfico 1.2.14).[12]

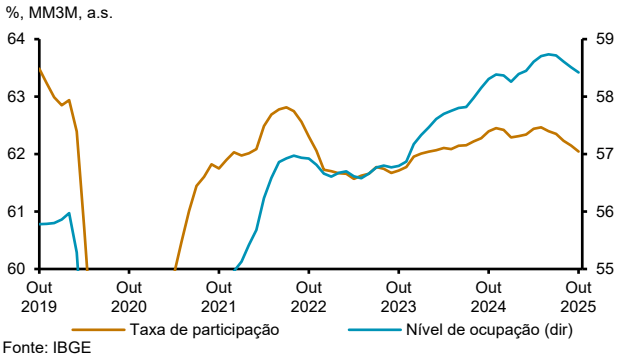
Gráfico 1.2.13 – Taxa de desocupação[1]



[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

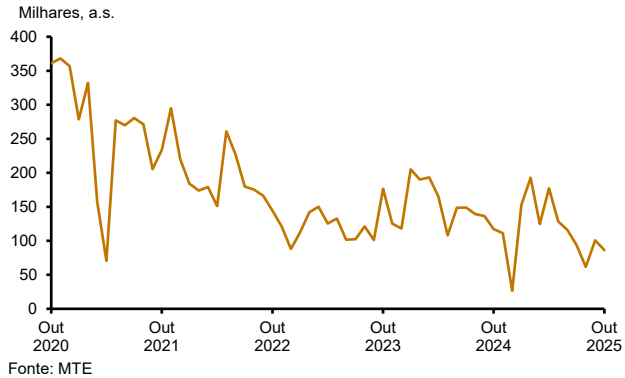
Gráfico 1.2.14 – Taxa de participação e nível de ocupação



Fonte: IBGE

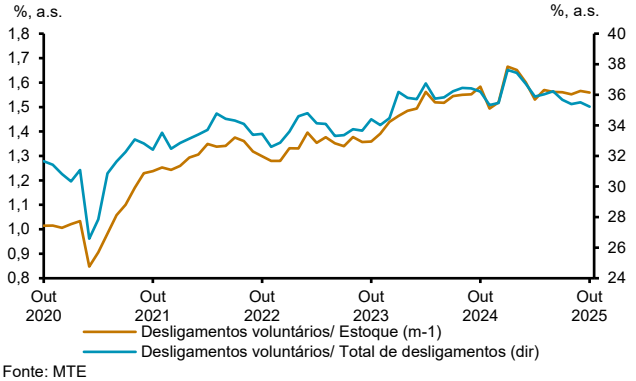
A geração de empregos com carteira, ainda que mais baixa, continua robusta. Segundo dados do Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged), dessazonalizados pelo BC, foram gerados, em média, 83 mil empregos por mês no trimestre encerrado em outubro, abaixo dos 113 mil verificados no trimestre terminado em julho e dos 165 mil nos três meses encerrados em abril (Gráfico 1.2.15). Essa desaceleração foi generalizada entre as atividades e mais acentuada na indústria de transformação. Apesar do arrefecimento, a geração líquida de empregos permanece em patamar historicamente elevado: no acumulado do ano até outubro atingiu 1,8 milhão, 316 mil postos abaixo do verificado no mesmo período de 2024. Para fins de comparação, a geração média de 83 mil vagas mensais no último trimestre representa uma expansão do estoque de vagas de 0,17% ao mês, ou 2,1% ao ano, enquanto a população em idade de trabalhar cresce cerca de 0,8% ao ano. A resiliência do mercado de trabalho também é observada na participação dos desligamentos voluntários no total de desligamentos, que se manteve elevada (Gráfico 1.2.16).

Gráfico 1.2.15 – Geração de emprego formal



Fonte: MTE

Gráfico 1.2.16 – Taxas de desligamento voluntário

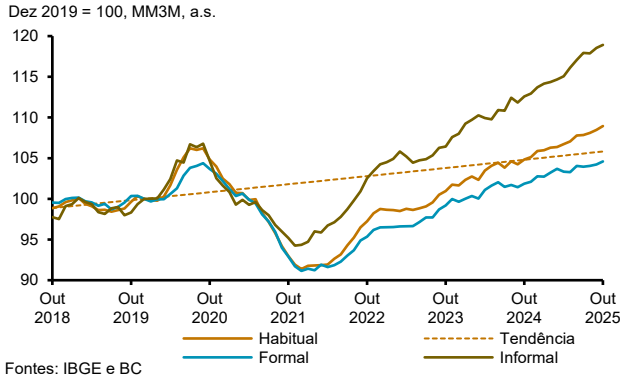


Fonte: MTE

10/ Segundo dados da PNAD Contínua, retropolados conforme Alves e Fasolo (2015) e dessazonalizados.
11/ Razão entre a população ocupada e a população em idade de trabalhar.
12/ Vide os boxes Impacto da educação e da demografia em indicadores do mercado de trabalho, publicado no RPM de setembro de 2025, Alterações demográficas e a evolução recente da taxa de participação na força de trabalho no Relatório de junho de 2024 e Taxa de participação na força de trabalho e benefícios sociais, no BC Blog.

O rendimento médio do trabalho medido pela PNAD Contínua manteve crescimento real elevado. No trimestre encerrado em outubro, a variação foi de 1,0%, a mesma observada no trimestre encerrado em julho, com ganhos tanto entre trabalhadores formais quanto informais. Na comparação interanual, o rendimento médio real habitual cresceu 3,9% no trimestre finalizado em outubro, taxa elevada e marginalmente superior à observada no trimestre terminado em julho. No trimestre encerrado em abril, a variação havia sido de 3,1%. Em perspectiva mais longa, o rendimento médio real está 9,8% acima da média de 2019 e 3,1% acima do nível projetado pela tendência de crescimento do período pré-pandemia, de 2017 a 2019 (Gráfico 1.2.17).

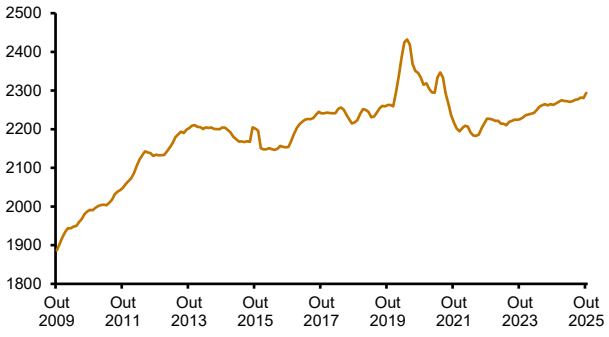
Gráfico 1.2.17 – Rendimento médio real do trabalho



Fontes: IBGE e BC

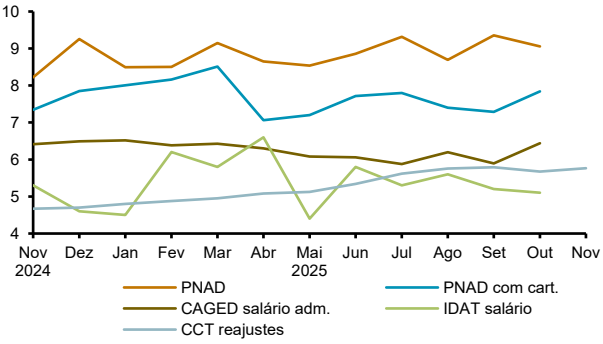
Indicadores complementares da dinâmica salarial continuam indicando crescimento real, ainda que em menor magnitude do que a PNAD. Os salários reais de admissão[13] (dados dessazonalizados) cresceram 0,7% no trimestre encerrado em outubro, após variação de 0,3% observada no trimestre anterior, segundo o Novo Caged (Gráfico 1.2.18). Na comparação com igual período do ano anterior, o aumento real foi de 1,4%, após dois trimestres de crescimento inferior a 1%. Os reajustes dos salários nominais coletados das Convenções Coletivas de Trabalho (CCT)[14], que abrangem o mercado formal privado, foram em média de 5,8% no trimestre setembro-novembro (Gráfico 1.2.19). Em particular, em 73% das negociações, os reajustes superaram a inflação passada. Em termos reais, o reajuste médio no trimestre foi de 0,5%, inferior ao observado no mesmo período do ano anterior (1,2%).[15]

Gráfico 1.2.18 – Salário de admissão



Fonte: MTE

Gráfico 1.2.19 – Salários e rendimentos



Fontes: IBGE, MTE, Itaú e BC

A renda das famílias ficou relativamente estável no trimestre encerrado em outubro, em um contexto de menor impulso da renda do trabalho e diminuição pontual dos benefícios sociais. A estimativa da Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias (RNDBF) – que inclui, além do rendimento do trabalho, outras fontes de

13/ 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.

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

15/ Os reajustes contratados, de acordo com a data de registro, apresentam correlação mais alta com o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) acumulado em doze meses medido cinco meses antes, deflator utilizado nessa análise.

renda – diminuiu 0,1% em termos reais no período, pelo conceito restrito e descontados os efeitos sazonais.[16] No trimestre anterior, houve aumento de 1,1%. A desaceleração refletiu, em parte, o menor dinamismo da massa de rendimentos do trabalho, que responde por cerca de 80% da renda restrita. O menor crescimento desse componente foi influenciado pela retração de 0,3% da população ocupada, que havia crescido 0,4% no trimestre anterior. Além disso, no caso dos benefícios sociais, o pagamento extraordinário de precatórios[17] e a antecipação do décimo terceiro salário para beneficiários do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), ocorridos no trimestre anterior, elevaram a base de comparação (Gráficos 1.2.20 e 1.2.21).

Gráfico 1.2.20 – Renda nacional disponível bruta das famílias restrita

Bilhões de reais de ago-out 2025, MM3M, a.s.

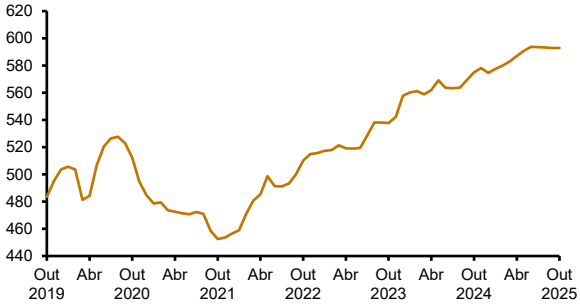
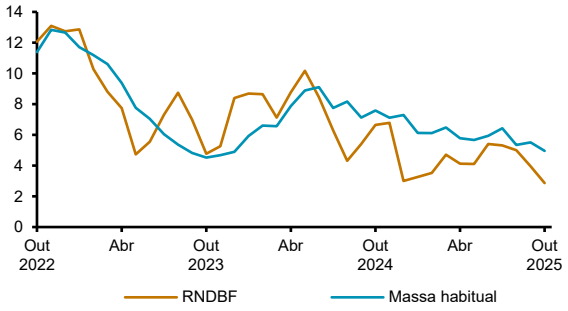


Gráfico 1.2.21 – Renda nacional disponível bruta das famílias restrita e massa de rendimentos habitual

%, Variação interanual real, MM3M



Fontes: BC e IBGE

Crédito

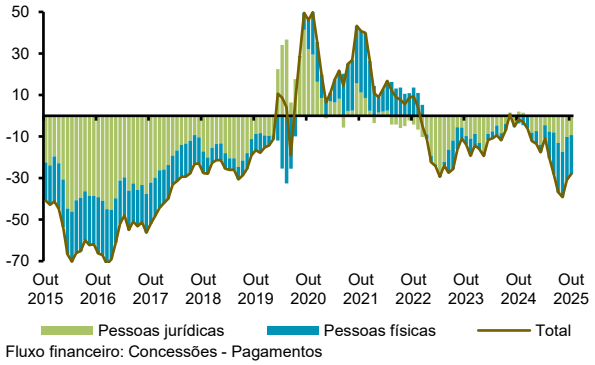
O mercado de crédito continua mostrando alguns sinais de desaquecimento, em linha com os efeitos esperados da política monetária em curso. O fluxo financeiro ao setor real segue negativo, com famílias e empresas arcando com despesas financeiras líquidas superiores às do ano anterior. O crescimento do saldo de crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) continuou a arrefecer moderadamente nos últimos meses, refletindo menor expansão do crédito livre às empresas e do crédito direcionado às famílias. Em contraste, as concessões do crédito livre a pessoas físicas continuam firmes, recuperando-se após a queda do trimestre anterior. A inadimplência mostrou indícios de estabilização, após alta ao longo do ano, enquanto o endividamento continuou em nível elevado e o comprometimento da renda das famílias com pagamentos de operações de crédito alcançou nível recorde.

Apesar de leve melhora na margem, o fluxo financeiro de crédito ao setor real continuou significativamente negativo, indicando pagamentos líquidos substanciais das famílias e empresas ao setor financeiro. A recuperação nas concessões do crédito livre a pessoas físicas, aliada à continuidade da expansão do crédito direcionado a empresas, contribuiu para atenuar o fluxo financeiro negativo no trimestre encerrado em outubro, em relação ao anterior (Gráfico 1.2.22). Ainda assim, famílias e empresas mantiveram volumes elevados de pagamentos líquidos ao SFN. Em doze meses, o fluxo financeiro atingiu -2,1% do PIB em outubro, ante -0,7% em dezembro de 2024. As despesas financeiras líquidas das famílias aumentaram 1,0 p.p. do PIB ao longo do ano, enquanto as das pessoas jurídicas, 0,3 p.p. Em contraposição, o fluxo de recursos obtido pelas empresas no mercado de capitais, por meio de emissões líquidas de debêntures, segue positivo, embora tenha diminuído um pouco no ano (Gráfico 1.2.23).

16/ Estimativa mensal da RNDBF, calculada pelo BC. Mais informações na Nota Técnica número 55, de dezembro de 2021.
17/ Série da RNDBF incluiu os precatórios de origem previdenciária e de assistência social. Os relacionados a pessoal não são incorporados, uma vez que a fonte das informações de rendimento do trabalho para o cômputo da RNDBF é a PNAD Contínua.

Gráfico 1.2.22 – Fluxo financeiro

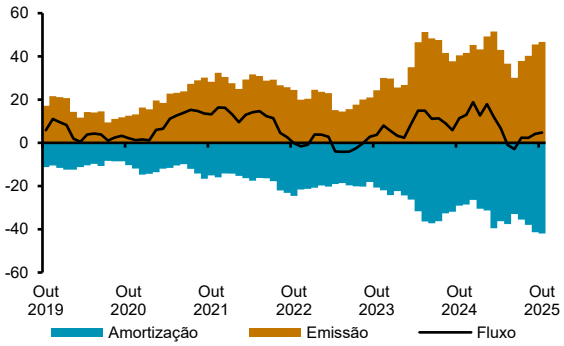
R$ bilhões de out 2025, a.s., MM3M



Fluxo financeiro: Concessões - Pagamentos

Gráfico 1.2.23 – Decomposição do fluxo financeiro de debêntures

R$ bilhões de out 2025, a.s., MM3M



A taxa de crescimento do saldo do crédito no SFN diminuiu moderadamente, refletindo o arrefecimento do crédito livre a pessoas jurídicas e do crédito direcionado a pessoas físicas. A variação interanual do saldo recuou 0,8 p.p. em três meses, atingindo 10,2% em outubro. No segmento de pessoas físicas, o ritmo de expansão cedeu 0,5 p.p., refletindo moderação do crédito direcionado, particularmente do crédito rural, enquanto o crescimento do crédito livre ficou relativamente estável, sustentado pelo consignado privado e pelos saldos em cartão parcelado e rotativo.[18] Entre as empresas, o crescimento recuou 1,3 p.p. no trimestre, com o arrefecimento concentrado no segmento livre, especialmente nas operações de desconto de duplicatas e recebíveis. Em sentido oposto, o saldo das operações com recursos direcionados seguiu em alta, impulsionado pelas operações do Programa Emergencial de Acesso ao Crédito (PEAC) e do crédito rural.

Gráfico 1.2.24 – Saldo do crédito livre do SFN

Variação em 12 meses

%

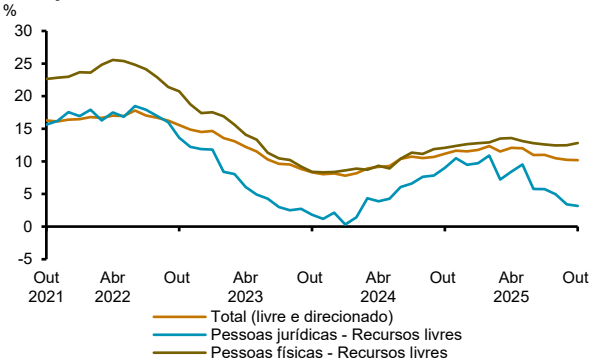
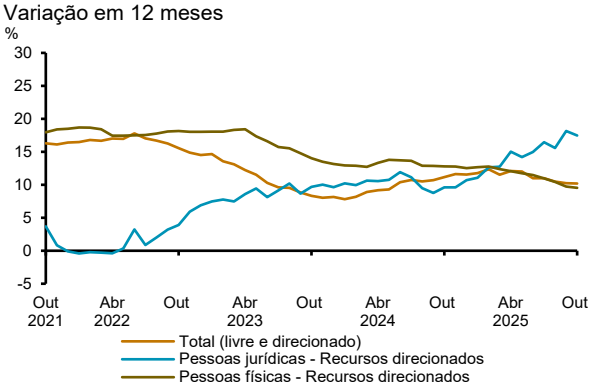


Gráfico 1.2.25 – Saldo do crédito direcionado do SFN

Variação em 12 meses

%

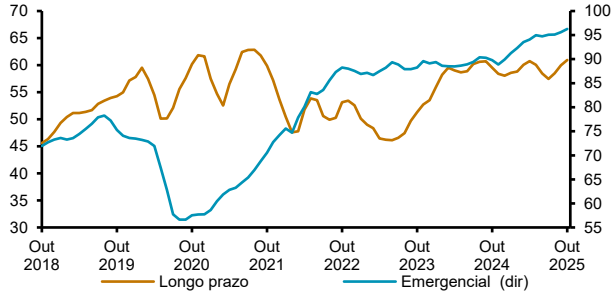


As concessões do crédito livre a pessoas físicas mostraram resiliência, recuperando-se após retração no trimestre anterior. As modalidades de longo prazo cresceram nos três meses encerrados em outubro, refletindo a retomada do consignado para aposentados e pensionistas do INSS, cujas concessões ainda se encontram cerca de 30% abaixo do nível anterior aos novos critérios de liberação (Gráficos 1.2.26 e 1.2.27). As novas operações do consignado privado, do crédito não consignado e do financiamento de veículos também aumentaram na margem. O crédito emergencial cresceu por mais um trimestre, com destaque para o parcelamento do cartão de crédito. Em doze meses, a trajetória do crédito de longo prazo segue arrefecendo, enquanto a do crédito emergencial ganha alguma tração.

18/ Como consequência de novas diretrizes para a baixa a prejuízo, desde o início de 2025 os créditos em atraso, em geral, têm permanecido mais tempo na carteira. Esse fenômeno também contribui para que o saldo do crédito, especialmente aquele com recursos livres destinado a pessoas físicas, diminua mais lentamente do que seria esperado anteriormente. Para mais informações sobre o tema, veja o boxe Impacto na taxa de inadimplência decorrente das novas regras de contabilização de instrumentos financeiros na edição de setembro de 2025 do RPM e o boxe Mudança na proxy de ativos problemáticos na edição de novembro de 2025 do Relatório de Estabilidade Financeira (REF).

Gráfico 1.2.26 – Concessão de crédito livre - PF

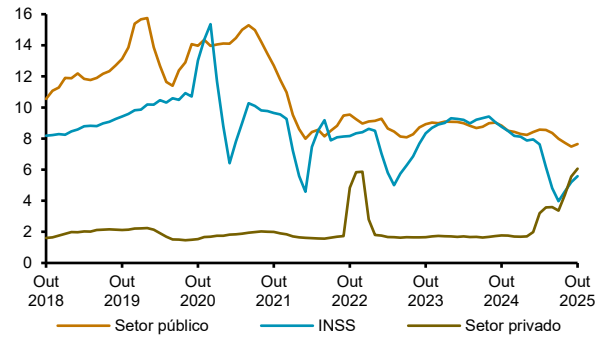
R$ bilhões de out 2025, a.s., MM3M



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

Gráfico 1.2.27 – Concessão de crédito livre a pessoas físicas - Consignado

R$ bilhões de out 2025, a.s., MM3M



O financiamento das empresas no segmento de crédito livre diminuiu após o aumento da alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) no final de maio[19]. As operações de desconto de recebíveis estabilizaram-se em nível 20% abaixo do observado antes da alteração da alíquota (Gráfico 1.2.28). Por outro lado, as concessões nas modalidades de financiamento a exportações, que são isentas de IOF, aumentaram, mas não compensaram integralmente a redução no desconto de recebíveis. As captações no mercado de capitais também subiram a partir de julho, com empresas de grande porte aproveitando condições favoráveis de emissão, em ambiente de *spreads* reduzidos e demanda elevada por debêntures, especialmente incentivadas (Gráfico 1.2.29).

Gráfico 1.2.28 – Concessão de crédito livre - PJ

R$ bilhões de out 2025, a.s., MM3M

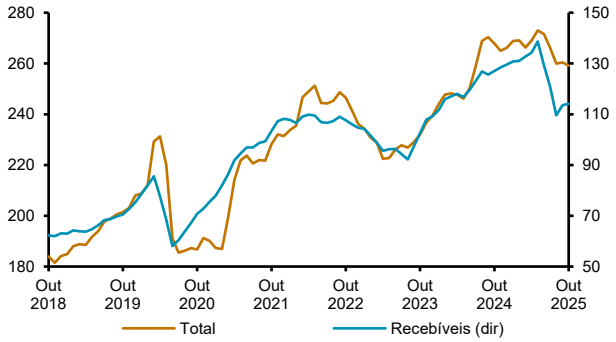
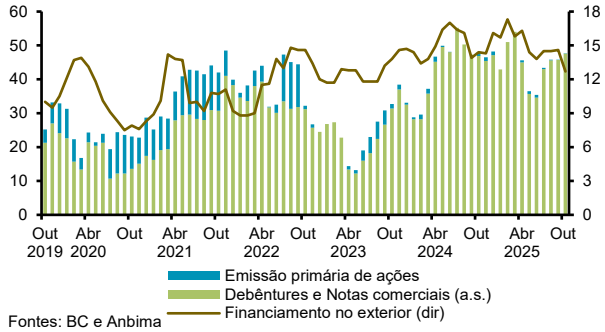


Gráfico 1.2.29 – Financiamentos corporativos não bancários

R$ bilhões de out 2025, MM3M

US$ bilhões, a.s., MM3M



Fontes: BC e Anbima

No crédito com recursos direcionados, destacam-se as concessões destinadas a pessoas jurídicas. No segmento de pessoas físicas, as concessões diminuíram no trimestre encerrado em outubro, em razão da queda do crédito rural, cujo volume contratado recuou 14% em termos reais ante igual período de 2024 (Gráfico 1.2.30). Todavia, parte da necessidade de capital dos produtores este ano tem sido atendida por meio de aumento significativo nas emissões de Cédula de Produto Rural (CPR).[20] As operações de financiamento imobiliário, que recuavam até julho, cresceram nos últimos meses. Em particular, parte da elevação observada em outubro já deve refletir a possibilidade de dedução de até 5% dos recursos compulsórios recolhidos sobre depósitos de poupança.[21] Entre as empresas, as concessões de crédito direcionado, que estão em patamar bastante acima do registrado um ano antes, subiram no trimestre, alavancadas pelas operações de PEAC[22] e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (Gráfico 1.2.31).

19/ Depois de quase dois meses de discussão jurídica, o aumento do IOF cobrado nas operações de crédito às empresas se tornou permanente em meados de julho, após decisão do Superior Tribunal Federal (STF). Nessa decisão, as operações de risco sacado continuaram isentas da cobrança.
20/ Mais informações e dados sobre CPR podem ser encontrados na seção "1.2.2 Crédito" do REF de novembro deste ano.
21/ A Resolução CMN 5.255, de 10/10/2025, alterou os critérios para contratação de operação de crédito imobiliário e a Resolução BCB 512, de 10/10/2025, alterou as regras do recolhimento compulsório sobre recursos de depósitos de poupança.
22/ As mudanças no programa em outubro de 2024 permitiram o financiamento de maior volume de crédito com os recursos do FGI.

Gráfico 1.2.30 – Concessão de crédito direcionado - PF

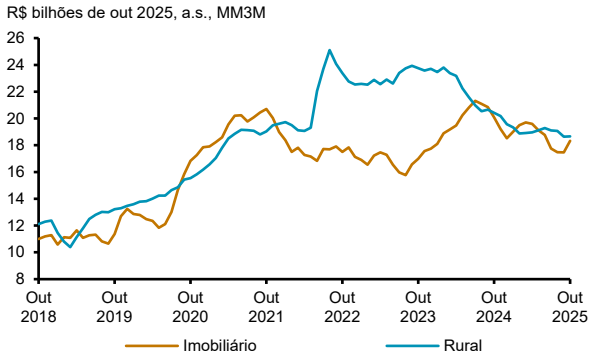
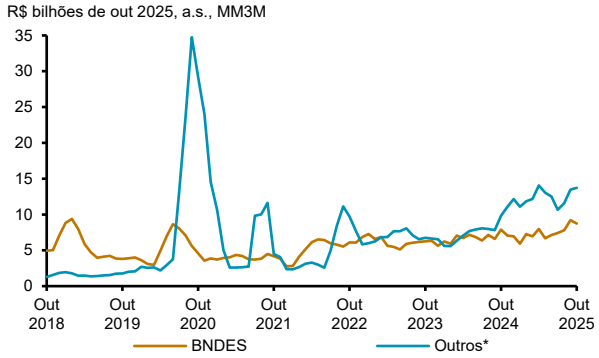


Gráfico 1.2.31 – Concessão de crédito direcionado - PJ



* Inclui Pronampe, PEAC, PESE, entre outros.

As taxas de juros do crédito livre permaneceram relativamente estáveis nos últimos meses, sugerindo que o repasse da alta da Selic foi finalizado. A taxa média das operações com recursos livres subiu 0,2 p.p. no trimestre encerrado em outubro, acumulando variação de 6,5 p.p. no atual ciclo de aperto monetário, ante alta de 4,5 p.p. da Selic. No segmento de pessoas físicas, o custo recuou 0,2 p.p. no trimestre, com reduções mais intensas nas modalidades de custo mais elevado, como as do crédito emergencial. Essas modalidades haviam registrado aumentos expressivos ao longo do ciclo, principalmente no primeiro semestre, acumulando alta de 13,2 p.p. As taxas das modalidades de longo prazo, que representam 64% do crédito livre a pessoas físicas, subiram 5,1 p.p. no ciclo (Gráfico 1.2.32).[23] Para pessoas jurídicas, os juros se elevaram marginalmente no trimestre, mas acumulam repasse de 4,2 p.p. no ciclo, ligeiramente abaixo da variação da Selic (Gráfico 1.2.33). Esses resultados estão em linha com estudo sobre repasse de variações da Selic para o custo do crédito.[24]

Gráfico 1.2.32 – Taxas de juros do crédito livre - PF

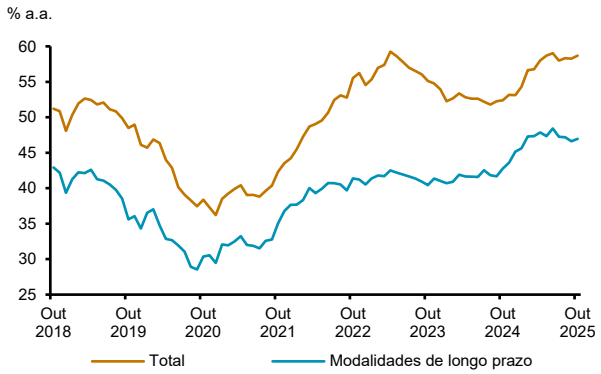
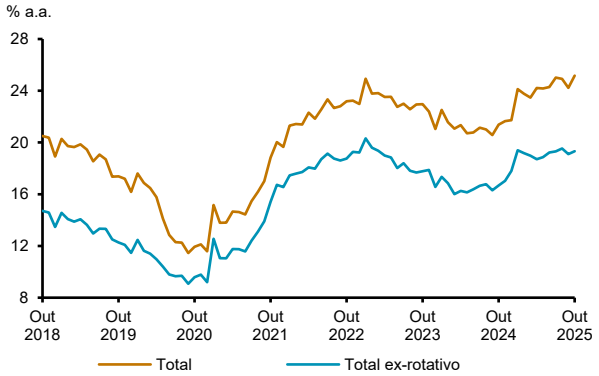


Gráfico 1.2.33 – Taxas de juros do crédito livre - PJ



A taxa de inadimplência continuou subindo nos últimos meses, mas exibe alguns indícios de estabilização. A medida agregada aumentou 0,2 p.p. nos últimos três meses, com a maior parte da variação concentrada em agosto (Gráfico 1.2.34). No crédito livre a pessoas físicas, a inadimplência atingiu 6,7%, nível não observado desde 2013. No segmento direcionado, a inadimplência do crédito rural continuou em alta e atingiu 6,2% em outubro, valor recorde da série (Gráfico 1.2.35). No crédito a pessoas jurídicas, a inadimplência ficou estável no trimestre. A inadimplência do crédito no SFN subiu 1,1 p.p. ao longo do ano, em decorrência principalmente da mudança nas regras de contabilização, com a adoção do conceito de perda esperada.[25] No período, a inadimplência das famílias aumentou 1,3 p.p., alcançando 4,9%, enquanto a das empresas subiu 0,5 p.p., para 2,5%.

23/ Parte desse aumento pode refletir a mudança na composição dos tomadores de crédito consignado para trabalhadores do setor privado, cujas contratações de crédito tiveram taxas de juros superiores às praticadas antes das mudanças nessa modalidade. Mais informações sobre esse tema podem ser encontradas no boxe Novo crédito consignado privado na edição de setembro de 2025 do RPM.

24/ Boxe Repasse da taxa Selic para o mercado de crédito bancário, publicado no RI de setembro de 2022.

25/ Para mais informações sobre esse tema, veja o boxe Impacto na taxa de inadimplência decorrente das novas regras de contabilização de instrumentos financeiros na edição de setembro de 2025 do RPM e o boxe Mudança na proxy de ativos problemáticos na edição de novembro de 2025 do REF.

Gráfico 1.2.34 – Inadimplência do crédito no SFN

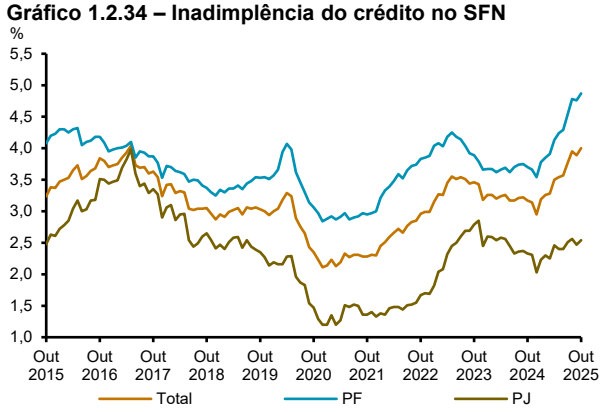
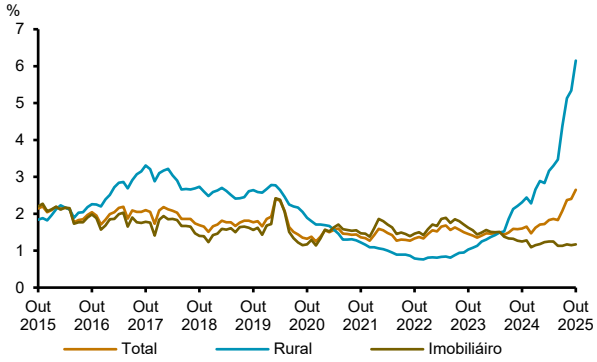
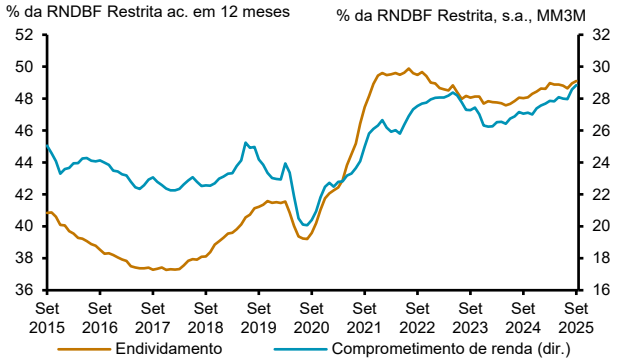


Gráfico 1.2.35 – Inadimplência do crédito direcionado PF



Os indicadores de endividamento e comprometimento da renda das famílias seguem em níveis elevados. A evolução favorável do mercado de trabalho até o momento e a introdução de inovações em modalidades de crédito, como no caso do crédito consignado, têm sustentado o ritmo de crescimento do financiamento a pessoas físicas, apesar do ciclo contracionista da política monetária. Nesse contexto, o endividamento das famílias encontra-se próximo do máximo histórico, enquanto o comprometimento da renda com pagamentos de operações de crédito, afetado mais rapidamente pelos movimentos nas taxas de juros, alcançou nível recorde (Gráfico 1.2.36).

Gráfico 1.2.36 – Endividamento e comprometimento de renda



As projeções de crescimento do crédito em 2025 e 2026 foram revisadas para cima, conforme detalhado em boxe neste RPM. Para 2025, a estimativa passou de 8,8% para 9,4%, em razão de dados recentes que apontam expansão mais forte que a esperada. Para 2026, a projeção aumentou de 8,0% para 8,6%, mantendo a expectativa de desaceleração em relação a 2025. As revisões refletem, principalmente, o desempenho mais robusto do crédito direcionado, particularmente a pessoas jurídicas.

Fiscal

Em linhas gerais, a situação fiscal permaneceu estável desde o último Relatório na visão dos analistas. As projeções do governo e dos analistas de mercado para o resultado primário de 2025 seguem apontando para o cumprimento da meta, ainda que próximo ao limite inferior. Para 2026, permanece a divergência nas projeções de resultado primário: enquanto o governo prevê o cumprimento da meta, a maioria dos analistas ainda projeta um déficit maior do que o compatível com o limite inferior do regime fiscal. Por fim, prevalece a avaliação de que a razão entre dívida pública e PIB seguirá em trajetória de alta ao longo dos próximos anos.

O déficit primário do setor público consolidado diminuiu moderadamente no acumulado dos dez primeiros meses deste ano em relação ao observado no mesmo período de 2024. A redução, de R$57 bilhões para R$47 bilhões, decorreu do aumento do superávit dos governos regionais e, em menor medida, da redução

dos déficits do Governo Central (Tabela 1.2.3). No âmbito do Governo Central, a taxa de crescimento das receitas vem diminuindo nos últimos meses, sobretudo entre tributos mais sensíveis à atividade econômica. Em contrapartida, a arrecadação do IOF, cujas alíquotas sobre algumas operações foram elevadas em meados do ano, contribuiu significativamente para o crescimento das receitas no acumulado do ano. Entre as despesas, as obrigatórias continuam aumentando a uma taxa expressiva, enquanto as discricionárias, anteriormente contidas pelo atraso na aprovação do orçamento de 2025, aceleraram no último trimestre (Tabela 1.2.4).

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

Acumulado no ano até outubro

R$ bilhões

Segmento	2023	2024	2025
Governo Central	98	66	63
d/q Governo Federal	-170	-221	-244
d/q INSS	267	287	307
Governos regionais	-19	-17	-24
Empresas estatais	3	8	7
Total	82	57	47

Valores positivos indicam déficit e negativos indicam superávit

Tabela 1.2.4 – Resultado primário do Governo Central

Acumulado no ano até outubro

R$ Bilhões - Valores correntes

	2024	2025	Var. real (%)
1. Receita Total	2.173	2.372	3,8
1.1 - Receita administrada pela RFB	1.403	1.540	4,4
1.2 - Arrecadação líquida para o RGPS	506	560	5,2
1.3 - Receitas não administradas pela RFB	264	272	-1,7
2. Transferências por repartição de receita	415	456	4,6
3. Receita líquida (1-2)	1.758	1.915	3,7
4. Despesa total	1.820	1.979	3,3
d/q Ex Precatórios	1.756	1.886	2,1
4.1 Benefícios previdenciários	792	867	4,0
d/q Ex Precatórios	770	829	2,3
4.2 Pessoal e encargos sociais	295	323	3,8
d/q Ex Precatórios	292	314	2,1
4.3 Outras despesas obrigatórias	300	333	5,5
d/q Ex Precatórios	262	288	4,3
4.4 Despesas do poder executivo sujeitas à programação financeira	432	457	0,4
d/q Bolsa Família	140	133	-9,5
d/q Discricionárias	140	151	2,4
5. Resultado primário do Governo Central - acima da linha (3 - 4)	-63	-64	-5,5

Fonte: STN

O governo federal manteve a expectativa de cumprir a meta de resultado primário neste ano, considerando o intervalo em torno da meta. No Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (RARDP) do quinto bimestre de 2025, a projeção de déficit primário foi ajustada marginalmente para R$76 bilhões, incluindo despesas que não serão consideradas na apuração do cumprimento da meta fiscal, sobretudo com precatórios. Assim, na métrica relevante para essa apuração, a projeção oficial é de déficit de R$34 bilhões, tornando necessário o contingenciamento de despesas no valor de R$3 bilhões para atingir o limite inferior da meta (R$31 bilhões). Por outro lado, a redução de R$8 bilhões na projeção de gastos sujeitos ao limite de despesas diminuiu a necessidade de bloqueio de R$12 bilhões para R$4 bilhões. Por sua vez, a mediana das projeções, segundo Questionário Pré-Copom (QPC), é de déficit primário de R$69 bilhões, ou R$26 bilhões

na métrica usada na apuração do cumprimento da meta (Tabela 1.2.5). Para comparação, o déficit primário efetivo do Governo Central em 2024 foi de R$45 bilhões.

Tabela 1.2.5 – Projeções de Resultado Primário do Governo Central
Acumulado em 2025

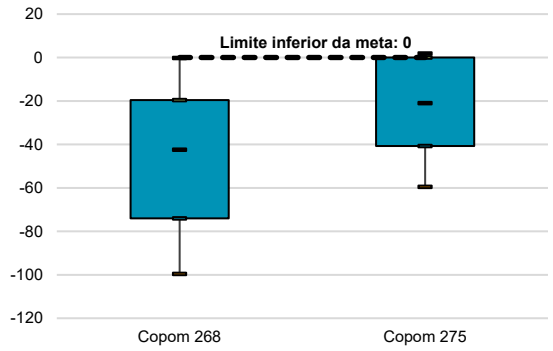
R$ Bilhões - Valores correntes

	LOA	RARD	QPC
Receita Líquida	2.360	2.343	2.330
Despesa total	2.390	2.415	2.400
Resultado Primário	-30	-72	-69
Desconto para Meta	44	44	-
Resultado compatível com a meta	15	-31	-26

Fontes: STN e BC

Quanto ao resultado primário de 2026, a projeção do governo e a mediana das projeções dos analistas ainda divergem. A projeção que consta no Projeto de Lei Orçamentária (PLOA) de 2026 indica déficit primário de R$23 bilhões, o que corresponde a superávit de R$35 bilhões (0,25% do PIB) na métrica relevante para a meta fiscal, sendo, portanto, compatível com seu cumprimento. Já a mediana das estimativas coletadas no QPC indica déficit de R$21 bilhões na métrica relevante para a meta. Essa medida das expectativas de mercado tem melhorado ao longo do tempo. No início de 2025, na edição do QPC referente à 268ª reunião do Copom, a mediana das respostas indicava déficit de R$42 bilhões para o Governo Central em 2026, no critério relevante para o cumprimento da meta fiscal. Ademais, uma parcela relevante dos analistas já espera cumprimento da meta em 2026 caso seja considerado seu limite inferior. Na coleta mais recente do QPC, o percentil 75 da distribuição de projeções do primário, usado na apuração do cumprimento da meta, indica resultado primário zero, equivalente ao limite inferior para 2026 (Gráfico 1.2.37).

Gráfico 1.2.37 – Projeções do resultado primário do Gov. Central do QPC para 2026
R$ Bilhões



Medidas recentemente aprovadas ou em tramitação são importantes para o cumprimento da meta de resultado primário em 2026. Após a perda da validade da Medida Provisória (MP) 1.303, o governo tem buscado recompor seu efeito por meio de novas iniciativas legislativas. Nesse sentido, o Congresso aprovou projeto de lei (PL) que incorpora parte das medidas originalmente previstas[26], e o governo pretende buscar a aprovação de medidas tributárias adicionais para alcançar integralmente os efeitos almejados com a MP 1.303. Por exemplo, a Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado aprovou, no início de dezembro, um PL que aumenta a tributação de alguns segmentos de empresas financeiras, como *fintechs* e instituições de pagamento, e de empresas de apostas de quota fixa ("bets"), além de ajustar dispositivos relativos à isenção de dividendos.[27] Ainda na seara legislativa, o Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO), enviado pelo

26/ As medidas incluídas no PL 458/2021, que cria o Regime Especial de Atualização e Regularização Patrimonial (Rearp), foram as seguintes: restrição a compensações tributárias; inclusão do Pé-de-Meia no piso constitucional da educação e a retirada do teto de R$ 20 bilhões para os aportes da União; redução do prazo do auxílio-doença pelo Atestmed; e a limitação da compensação previdenciária entre regimes ao valor previsto na lei orçamentária.

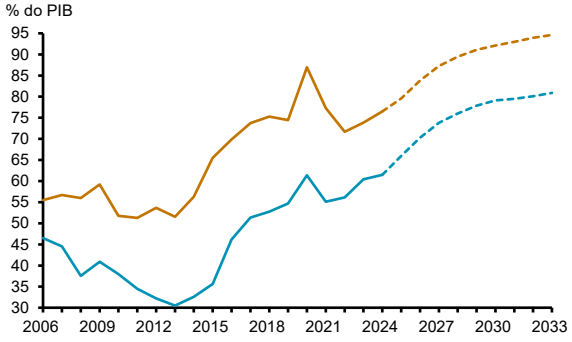
27/ Embora tenha sido aprovado em caráter terminativo, até a data de corte deste Relatório, o texto ainda poderia ser submetido ao plenário do Senado antes de seguir para a Câmara.

Executivo em abril, foi aprovado no início deste mês. Contudo, até a data de corte deste Relatório, o Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA), enviado em agosto, ainda aguarda votação.

Outra medida recentemente aprovada com impacto relevante sobre o orçamento de 2026 foi o aumento da isenção do IRPF. O Congresso aprovou em novembro o projeto de lei que amplia a faixa de isenção do IRPF para quem recebe até R$5 mil por mês. Até então a isenção alcançava quem recebia até dois salários mínimos mensais, equivalente a R$3.036 em 2025. A lei também estabelece descontos para quem recebe até R$7.350 mensais. Para assegurar a neutralidade arrecadatória da medida, foi instituído um imposto de renda mínimo efetivo, com alíquota de até 10%, sobre rendas superiores a R$600 mil anuais.

A trajetória ascendente da dívida pública deve continuar nos próximos anos. Após atingir um recorde em 2020 (87%), a dívida bruta do governo geral (DBGG) diminuiu até 2022, quando se situou em 72%. Desde então tem subido e deve chegar a 80% em 2025 e 84% em 2026 e continuar em alta nos anos seguintes, de acordo com a mediana do Relatório Focus (Gráfico 1.2.38). O mais recente Relatório de Projeções Fiscais da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), de julho deste ano, também mostra projeções com aumento da DBGG, que atingiria 79% em 2025, 82% em 2026 e continuaria subindo até 84% em 2028. Usando a dívida líquida do setor público (DLSP) para mensurar o endividamento público em vez da DBGG, o quadro geral seria similar tanto em termos de desempenho recente quanto de perspectivas futuras.

Gráfico 1.2.38 – Projeções de dívida

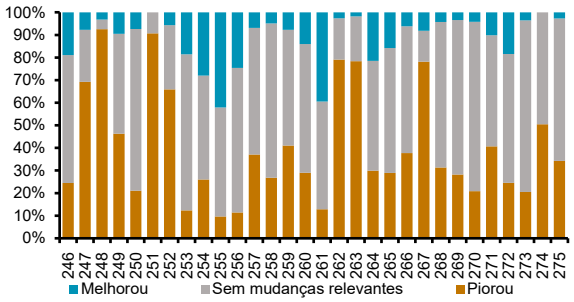


Projeções de 2025 em diante correspondem ao Focus de 05/12/2025

Apesar do cenário desafiador, com déficit primário e aumento da dívida, a percepção majoritária é de situação fiscal como estável. As respostas mais recentes do QPC indicam que a maioria dos analistas, ao considerar tanto seu cenário central como os riscos ao redor dele, não identifica mudança relevante na trajetória fiscal desde a edição anterior do RPM (Gráfico 1.2.39). Em particular, a resposta mais frequente é de que não houve mudança relevante, apesar de uma diminuição, ainda que modesta, na expectativa de déficit primário em 2026. Esse resultado sugere que, ao menos em parte, as ações recentes do governo em busca de um melhor resultado fiscal já eram esperadas.

Gráfico 1.2.39 – 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?".

Contas externas

A elevação no déficit da conta de transações correntes do balanço de pagamentos, iniciada em 2024, estendeu-se ao longo de 2025, apesar do nível elevado das exportações. No acumulado de janeiro a outubro, o déficit em transações correntes somou US$62 bilhões, o maior valor para o período desde 2014. Na comparação com o mesmo período de 2024, consistente com uma economia ainda aquecida, o aumento do déficit refletiu sobretudo o avanço das importações de bens e, em menor intensidade, a elevação das despesas líquidas com lucros e dividendos (Tabela 1.2.6). As exportações também cresceram na comparação interanual, mas em magnitude insuficiente para compensar o aumento das demais contas. Nesse contexto, a entrada líquida de investimento direto no país (IDP) apresentou melhora recente e, no acumulado em doze meses, voltou a superar marginalmente o déficit em transações correntes.

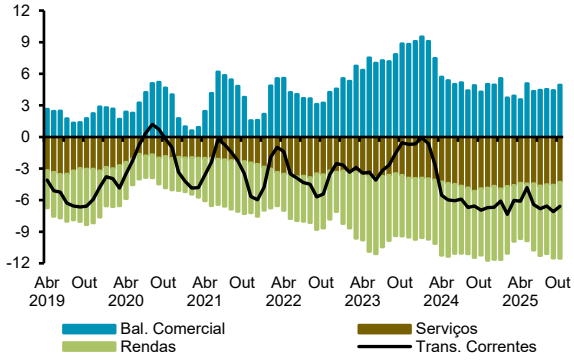
Tabela 1.2.6 – Contas externas

Acumulado no ano até outubro				US$ bilhões
Discriminação	2022	2023	2024	2025
Transações correntes	-35	-21	-52	-62
Balança comercial	43	76	56	46
Exportações	285	287	287	292
Importações	242	211	231	246
Serviços	-35	-36	-45	-45
dos quais: viagens	-7	-9	-10	-11
dos quais: transportes	-17	-11	-12	-12
Renda primária	-46	-65	-65	-67
dos quais: juros	-16	-23	-24	-23
dos quais: lucros e dividendos	-30	-42	-42	-45
Investimentos – passivos	89	76	105	129
IDP	69	58	68	74
Inv. Carteira	-6	14	12	12
Outros inv. Passivos[1]	26	5	25	43

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

Gráfico 1.2.40 – Transações correntes

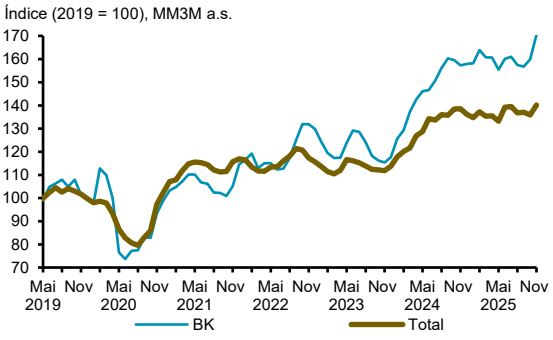
US$ bilhões, MM3M a.s.



O valor importado tem oscilado em patamar historicamente elevado em 2025, a despeito de alguma desaceleração da atividade econômica doméstica. Destaca-se a expressiva participação de produtos provenientes da China nas importações brasileiras (Gráfico 1.2.42), em contexto de redirecionamento comercial global e de recuo dos preços de bens industriais daquele país (Gráfico 1.2.43). Esse fator tem contribuído para a manutenção das importações em patamar elevado, especialmente de insumos industriais e de bens de capital.

Gráfico 1.2.41 – Índices de quantum de importação - excluindo plataformas de petroleo

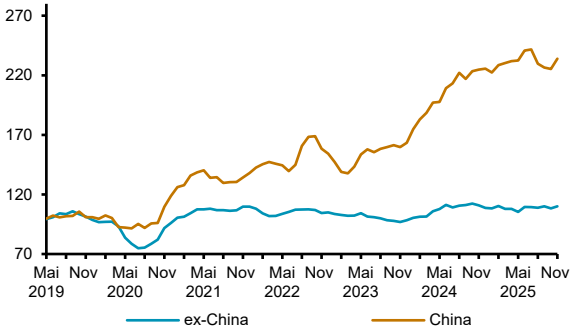
Índice (2019 = 100), MM3M a.s.



Fonte: BC, metodologia Funcex

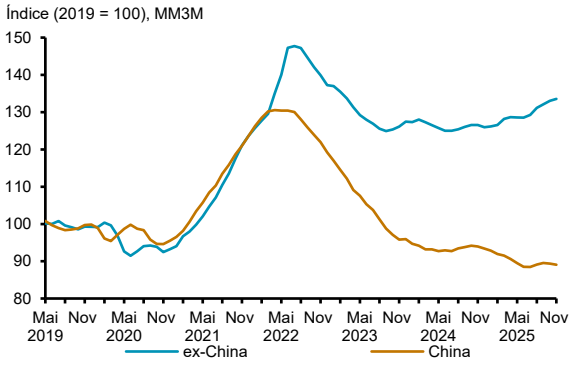
Gráfico 1.2.42 – Índices de quantum de importação ex-plataformas

Índice (2019 = 100), MM3M



Fonte: BC, metodologia Funcex

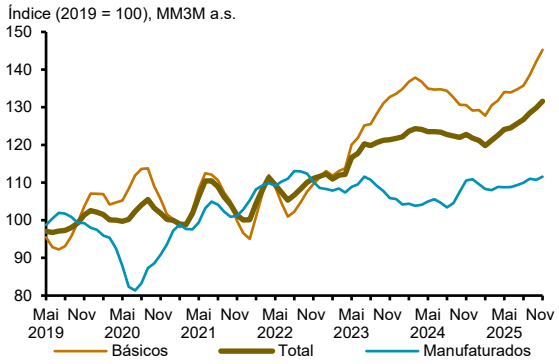
Gráfico 1.2.43 – Índices de preço de importação (CIF)



Fonte: BC, metodologia Funcex

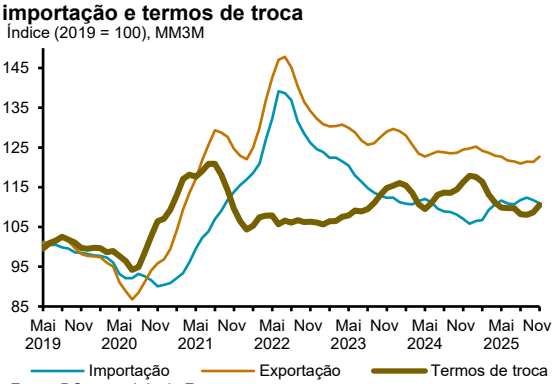
Mesmo com os preços das principais *commodities* abaixo dos níveis de anos anteriores, o valor exportado segue elevado, refletindo o forte aumento no *quantum* de produtos básicos. Em particular, houve crescimento expressivo nos embarques de minério de ferro, carnes, soja e petróleo. A despeito dos preços relativamente reduzidos dessas *commodities*, os termos de troca da economia brasileira continuam acima do período pré-pandemia, em grande medida devido à queda dos preços de bens importados da China (Gráfico 1.2.45). Caso esse efeito seja excluído, os termos de troca estariam abaixo dos níveis de 2019 (Gráfico 1.2.46).[28] No contexto da elevação das tarifas comerciais praticadas pelos EUA ao longo do ano, verificou-se queda pronunciada nas vendas para aquele mercado (Gráfico 1.2.47), mas o redirecionamento das exportações mitigou o impacto sobre o total exportado. Além disso, em novembro os EUA retiraram as tarifas – tanto a recíproca com alíquota de 10% como adicional com alíquota de 40% – sobre produtos agrícolas brasileiros, incluindo carne bovina, café e frutas. Essa reversão contribui para que os impactos futuros sobre a economia brasileira sejam ainda menores.

Gráfico 1.2.44 – Índices de quantum de exportação



Fonte: BC, metodologia Funcex

Gráfico 1.2.45 – Índices de preços de exportação, importação e termos de troca



Fonte: BC, metodologia Funcex

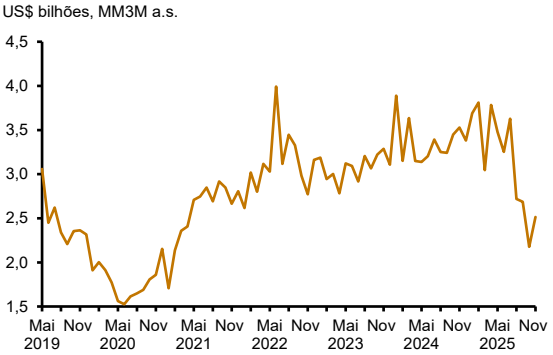
Gráfico 1.2.46 – Termos de troca



Fonte: BC, metodologia Funcex

O índice ex-China foi calculado excluindo o efeito do país apenas na importação.

Gráfico 1.2.47 – Exportações para EUA



Fonte: Secex/MDIC, BC (ajuste sazonal)

28/ Para fins desse exercício, os termos de troca foram recalculados usando o índice de preço de importações ex-China, mas com o índice de preço de exportações considerando todos os destinos, inclusive a China.

O déficit na conta de serviços permanece elevado, mas apresentou leve retração nos últimos meses. A mudança na legislação das apostas esportivas (*bets*) reduziu as despesas com serviços recreativos e culturais a partir de janeiro[29] (Gráfico 1.2.49). Adicionalmente, os gastos em computação e telecomunicação, que vêm ganhando relevância dentro da conta de serviços, diminuíram marginalmente nos últimos meses, movimento que pode ser transitório. As despesas com transportes, por sua vez, mantêm-se relativamente estáveis, com o aumento no *quantum* importado sendo compensado por preços de fretes internacionais mais contidos, em parte devido às incertezas no comércio internacional.

Gráfico 1.2.48 – Serviços

US$ bilhões, MM3M a.s.

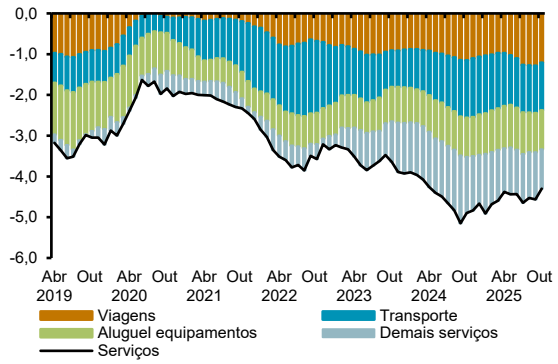
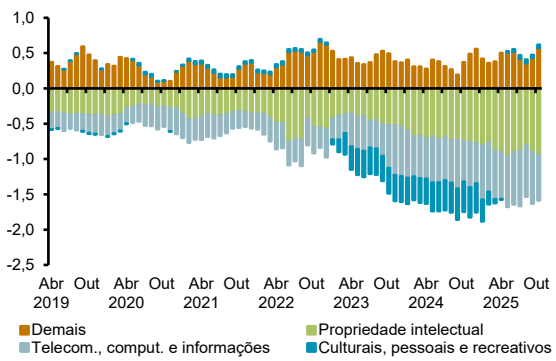


Gráfico 1.2.49 – Demais serviços

US$ bilhões, MM3M a.s.



O déficit na conta de renda primária voltou a crescer, impulsionado tanto pelas despesas com juros como por lucros e dividendos. Apesar de alguma desaceleração da atividade doméstica, o dinamismo da economia brasileira se refletiu na lucratividade das empresas que atuam no país e têm participação societária de não residentes, que continuou alta (Gráfico 1.2.50). As despesas líquidas com juros também continuam próximas do maior nível dos últimos anos (Gráfico 1.2.51).

Gráfico 1.2.50 – Lucros e dividendos

US$ bilhões, MM3M a.s.

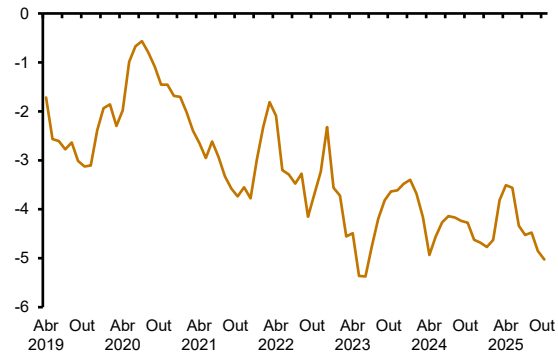
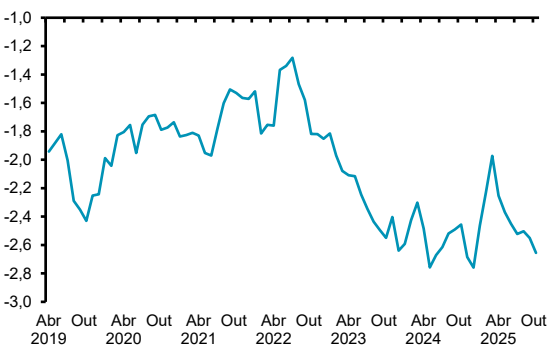


Gráfico 1.2.51 – Juros

US$ bilhões, MM3M a.s.



As entradas líquidas de IDP seguiram robustas e aumentaram nos últimos meses, enquanto os investimentos em carteira acumularam resultado ligeiramente positivo no ano. Os fluxos de IDP foram impulsionados por entradas relevantes em participação no capital, com lucros reinvestidos e operações intercompanhia também contribuindo. Com a melhora recente, a entrada líquida de IDP voltou a superar marginalmente o déficit em transações correntes no acumulado em doze meses: US$80 bilhões (3,6% do PIB), ante US$77 bilhões (3,5% do PIB). Por sua vez, os investimentos em carteira continuaram a registrar entradas líquidas em títulos domésticos (Gráfico 1.2.53), favorecidas pelo elevado diferencial de juros, movimento que mais do que compensou as saídas líquidas de ações e cotas de fundos de investimento.

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

Gráfico 1.2.52 – Investimento direto no país

US$ bilhões, MM3M a.s.

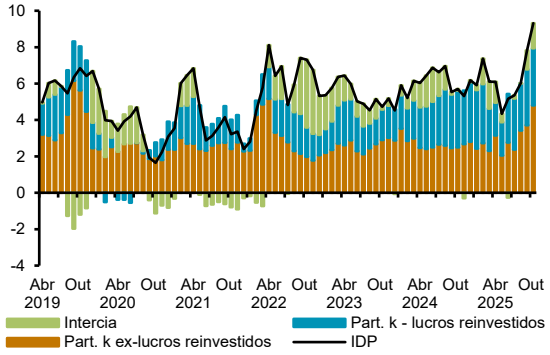
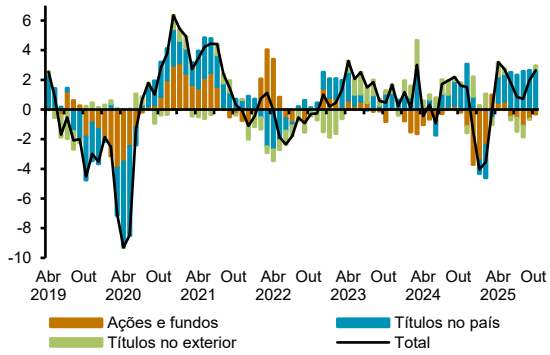


Gráfico 1.2.53 – Investimentos em carteira - passivo

US$ bilhões, MM3M a.s.



As projeções para as contas externas em 2025 e 2026 foram revisadas e seu detalhamento está disponível em boxe neste RPM. Para 2025, projeta-se déficit em transações correntes de US$76 bilhões (3,3% do PIB), ante projeção de US$70 bilhões (3,1% do PIB) no RPM anterior. A revisão incorpora, além dos dados mais recentes, a revisão estatística ordinária divulgada no final de setembro. A estimativa atual é superior ao déficit observado em 2024, de US$58 bilhões (2,7% do PIB), e semelhante à previsão de ingresso líquido em IDP, de US$75 bilhões (3,3% do PIB). Para 2026, projeta-se redução no déficit em transações correntes para US$60 bilhões (2,4% do PIB), com ingresso líquido de IDP estimado em US$70 bilhões (2,8% do PIB), ambos muito similares às projeções do RPM anterior.

Preços

Desde o Relatório anterior, a inflação corrente e as expectativas de inflação diminuíram, mas continuam acima da meta de inflação de 3%. A inflação acumulada em doze meses, medida pelo IPCA, recuou de 5,13% em agosto para 4,46% em novembro. Na média trimestral dessazonalizada e anualizada, a média dos núcleos de inflação, menos volátil do que a inflação cheia, também apresentou moderação: de 4,36% para 3,85%. A apreciação do real e a redução dos preços das *commodities* desde o início do ano contribuíram para a desaceleração dos preços de alimentos e bens industriais, enquanto a inflação de serviços permaneceu elevada, pressionada pela inércia, pelo mercado de trabalho aquecido e pelo hiato do produto positivo. Nesse contexto, as expectativas de inflação apuradas pelo Focus continuaram desancoradas, embora tenham apresentado novo recuo para 2025 e, em menor medida, para anos subsequentes.

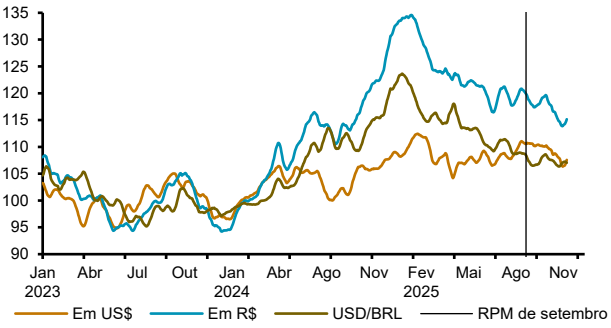
Os preços das *commodities* medidos em reais diminuíram novamente, refletindo a apreciação do real e a queda das cotações internacionais em dólar.[30] O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br) em reais recuou 4,0% desde o Relatório anterior, resultado da redução de 2,7% do índice em dólares e da apreciação de 1,4% da moeda doméstica ante o dólar (Gráfico 1.2.54).[31] Desde o pico recente em janeiro, o IC-Br acumula queda de 14% em reais, explicada em grande parte pela apreciação do real ante o dólar no período. Em dólares, as *commodities* agropecuárias caíram 8,1% desde o Relatório anterior, com contribuições relevantes dos preços do boi gordo, do suco de laranja e do cacau (Gráfico 1.2.55). Apesar da queda no trimestre, o preço do boi gordo, que tem peso elevado no IC-Br, acumula alta de 15% nos últimos doze meses. Os preços do suco de laranja e do cacau têm recuado desde o início de 2025, com perspectiva de aumento de oferta, após elevações expressivas em 2023 e 2024. As *commodities* metálicas avançaram 14,6% desde o RPM anterior, em movimento disseminado, com destaque para metais preciosos. Por fim, apesar da queda do petróleo Brent, os preços das *commodities* energéticas subiram 2,4%, devido à forte alta do gás natural nos EUA.

30/ O movimento descrito corresponde ao do Índice de *Commodities* – Brasil, 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 Banco Central do Brasil.

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

Gráfico 1.2.54 – IC-Br e câmbio

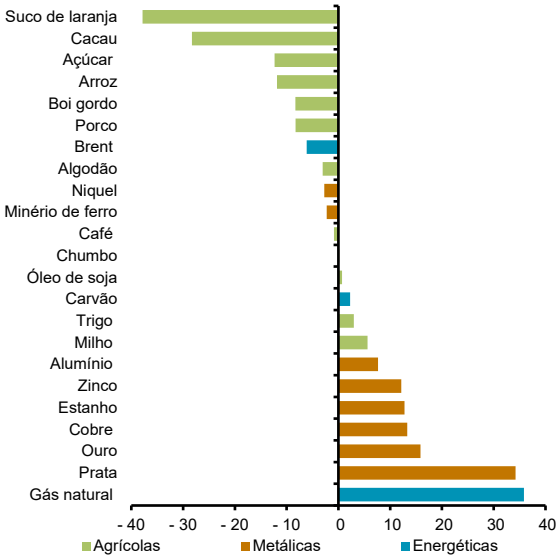
MM10D, 2023 = 100



Fontes: Bloomberg e BC

Gráfico 1.2.55 – Variação nos preços de commodities

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

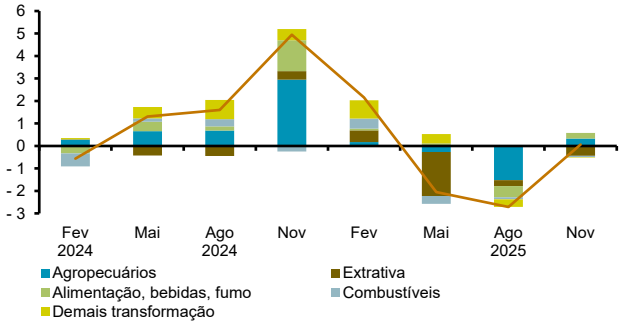


Fonte: Bloomberg

Os preços ao produtor ainda sugerem moderação nas pressões sobre preços de alimentos e de bens industriais ao consumidor. O Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) teve variação próxima de zero no trimestre encerrado em novembro, após queda de 2,71% no trimestre encerrado em agosto (Gráfico 1.2.56). O segmento agropecuário apresentou alta de 1,28%, influenciada principalmente pelo preço do café (14,31%), em contexto de risco para a próxima safra. O preço doméstico do boi gordo teve aumento moderado, próximo ao padrão sazonal, ainda com oferta elevada de animais para o abate. Em sentido contrário, houve queda significativa nos preços do leite *in natura*, do arroz e do trigo. Mesmo com a alta no trimestre, os preços do segmento agropecuário ainda acumulam queda de 4,9% em doze meses. Os preços da indústria de transformação apresentaram ligeira elevação nos três meses encerrados em novembro, após queda no trimestre anterior. Houve alta nos preços de produtos alimentícios industrializados, puxada por carnes e pelo complexo da soja, e queda nos preços de combustíveis, seguindo a redução do preço da gasolina nas refinarias no final de outubro. Excluindo alimentos industrializados, fumo e combustíveis, os preços da indústria de transformação apresentaram leve queda e a sua variação em doze meses seguiu em movimento de moderação (Gráfico 1.2.57).

Gráfico 1.2.56 – Contribuições para variações trimestrais do IPA-DI

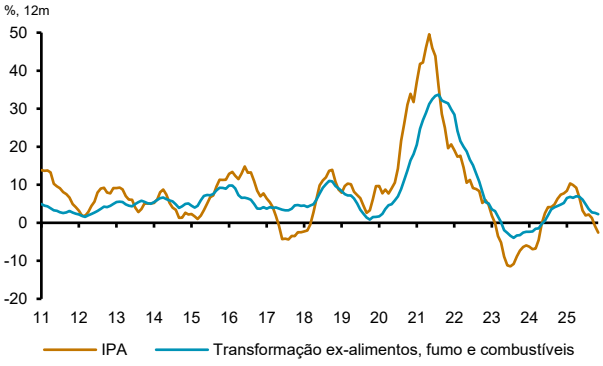
p.p.



Fonte: FGV

Gráfico 1.2.57 – IPA-DI

%, 12m

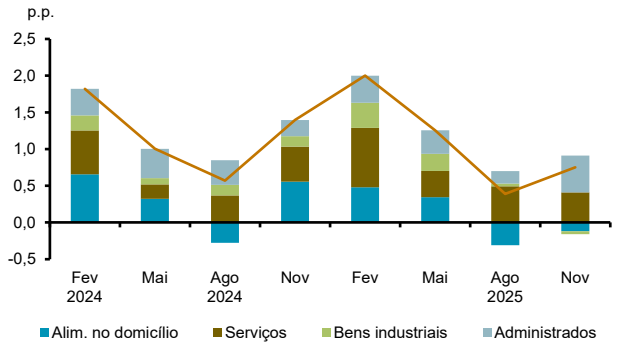


Fonte: FGV

Os preços ao consumidor desaceleraram desde o RPM anterior, tanto na variação acumulada em doze meses, quanto em métricas trimestrais dessazonalizadas. Nas séries sem ajuste sazonal, a inflação ao consumidor medida pelo IPCA passou de 0,39% para 0,75% entre os trimestres finalizados em agosto e novembro (Gráfico 1.2.58), influenciada por sazonalidade menos favorável em alimentação no domicílio e por

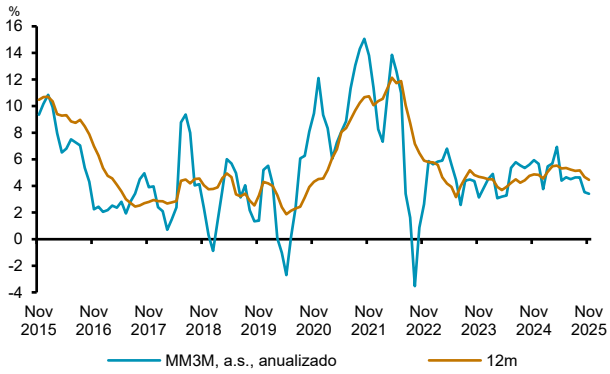
fatores específicos da tarifa de energia elétrica.[32] Nas séries ajustadas sazonalmente, tanto o IPCA quanto a média dos núcleos apresentaram moderação, com variações anualizadas de 3,41% e 3,85%, respectivamente, ante 4,64% e 4,36% no trimestre anterior (Gráficos 1.2.59 e 1.2.60). As duas medidas também recuaram na variação em doze meses – de 5,13% para 4,46% no IPCA e de 5,12% para 4,72% na média dos núcleos. A variação do IPCA em doze meses e as métricas trimestrais dessazonalizadas seguem acima da meta de inflação, ainda que recentemente tenham passado a se situar dentro do intervalo de tolerância.

Gráfico 1.2.58 – Contribuições para variações trimestrais do IPCA



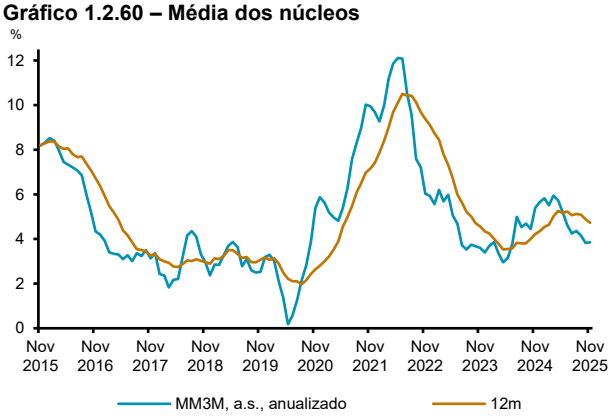
Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.59 – IPCA



Fontes: IBGE e BC

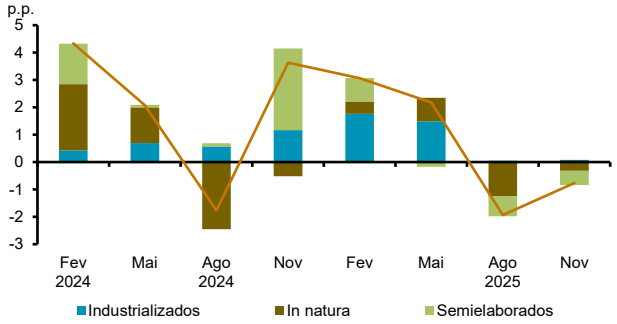
Gráfico 1.2.60 – Média dos núcleos



Os preços de alimentos ao consumidor recuaram no trimestre e seguiram desacelerando na variação em doze meses. Na série sem ajuste sazonal, os preços do segmento de alimentação no domicílio caíram 0,77% no trimestre encerrado em novembro, ante redução de 1,94% nos três meses até agosto (Gráfico 1.2.61). A queda foi relativamente disseminada, com recuos em tubérculos, raízes e legumes, arroz, condimentos, aves e ovos e leite e derivados. Em sentido oposto, houve altas em frutas e carnes, devido à sazonalidade menos favorável, e no óleo de soja, seguindo a elevação de preços no atacado. Nas séries com ajuste sazonal, os preços de alimentos também apresentaram redução (Gráfico 1.2.62), com quedas em alimentos *in natura* e em semielaborados. Os preços de alimentos industrializados, menos voláteis, seguiram em desaceleração, com alta anualizada de 2,55% no trimestre. Na variação acumulada em doze meses, a alta de preços do segmento da alimentação no domicílio recuou de 7,01% para 2,46%.

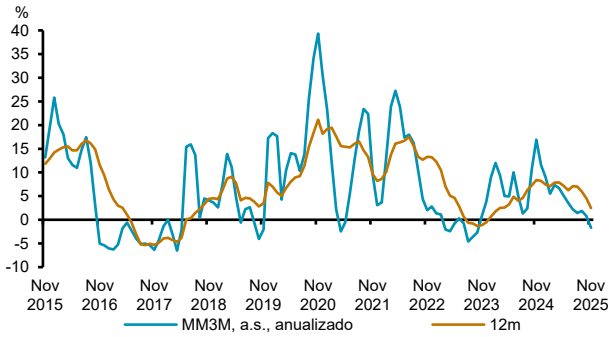
32/ Como detalhado mais à frente, a alta no preço da energia elétrica no trimestre encerrado em novembro é explicada pela reversão do desconto associado ao bônus de Itaipu.

Gráfico 1.2.61 – Contribuições para variações trimestrais em alimentação no domicílio – IPCA



Fontes: IBGE e BC

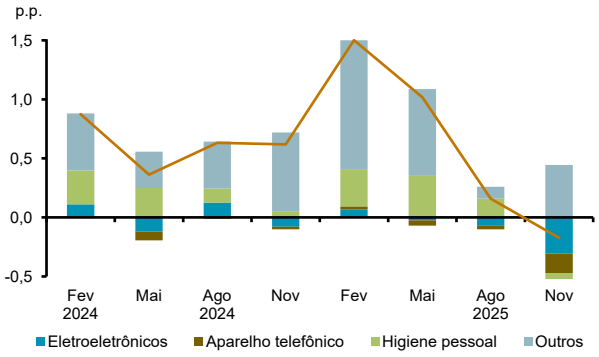
Gráfico 1.2.62 – Inflação de alimentação no domicílio



Fontes: IBGE e BC

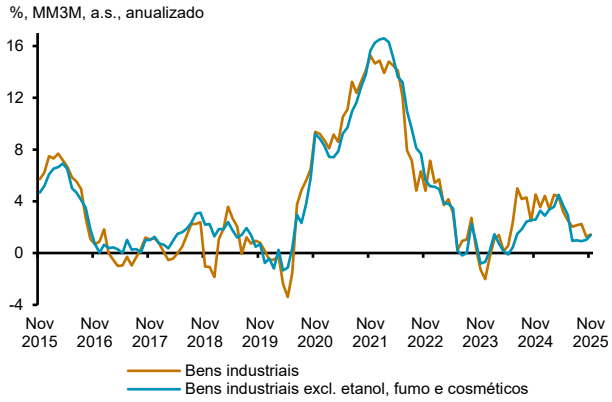
Os preços de bens industriais voltaram a apresentar variação reduzida. A inflação do segmento no IPCA passou de 0,16% no trimestre até agosto para -0,17% no período equivalente terminado em novembro, com recuos relevantes nos preços de aparelhos eletroeletrônicos e celulares (Gráfico 1.2.63). Parte desse movimento pode estar relacionada ao período promocional da *Black Friday*, mas os preços desses itens já vinham recuando nos meses anteriores, possivelmente impactados pela apreciação do real e por demanda mais contida, associada a condições de crédito mais restritas. Variações baixas em preços de artigos de limpeza, móveis e utensílios, higiene pessoal e cigarro também contribuíram para a moderação do segmento. Nas séries com ajuste sazonal, a variação anualizada de bens industriais recuou de 2,15% para 1,44% (Gráfico 1.2.64). Medidas alternativas que excluem os itens mais voláteis do segmento também indicam, em geral, variações contidas. Em doze meses, a inflação de bens industriais passou de 3,33% em agosto para 2,52% em novembro, mantendo a tendência de moderação, mas ainda em patamar elevado para o segmento.

Gráfico 1.2.63 – Contribuições para variações trimestrais em bens industriais – IPCA



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.64 – Inflação de bens industriais

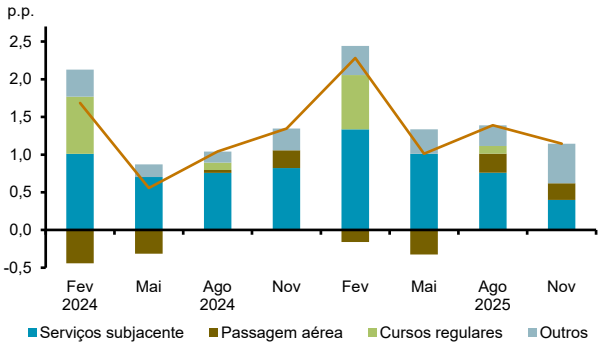


A inflação de serviços continua elevada, apesar de alguma moderação recente. Entre os trimestres finalizados em agosto e novembro, a variação do segmento passou de 1,39% para 1,15% (Gráfico 1.2.65). Nas séries com ajuste sazonal, a alta anualizada de serviços, excluindo passagem aérea, passou de 5,81% no trimestre encerrado em agosto para 5,62% no trimestre finalizado em novembro. O componente subjacente teve desaceleração mais acentuada e encerrou o trimestre com variação anualizada de 4,22%, resultado muito influenciado por recuo de 9,33% no preço de seguro de automóvel entre setembro e novembro. Excluindo esse subitem, a variação do componente subjacente de serviços desacelerou levemente, passando de 5,57% para 5,41% no mesmo período, em termos anualizados (Gráfico 1.2.67).[33] No mesmo sentido, medidas que enfatizam os serviços mais intensivos em trabalho apresentaram variações anualizadas mais altas, ao redor

33/ Nos meses recentes, o componente subjacente de serviços também foi influenciado por movimentos de preços em outros subitens que podem não refletir a evolução cíclica da inflação de serviços. Em particular, houve oscilação significativa dos preços de cinema entre agosto e setembro, em função de período promocional do setor, e variações abaixo do padrão sazonal de preços de serviços bancários. Medidas que excluem esses subitens, além de seguro de automóvel, também indicam variação subjacente de serviços mais próxima de 6% em termos anualizados nas séries com ajuste sazonal.

ou acima de 6% no trimestre (Gráfico 1.2.68).[34] Em doze meses, a inflação de serviços passou de 6,16% em agosto para 5,95% em novembro, ainda em patamar elevado (Gráfico 1.2.66).

Gráfico 1.2.65 – Contribuições para variações trimestrais em serviços – IPCA



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.66 – Inflação de serviços

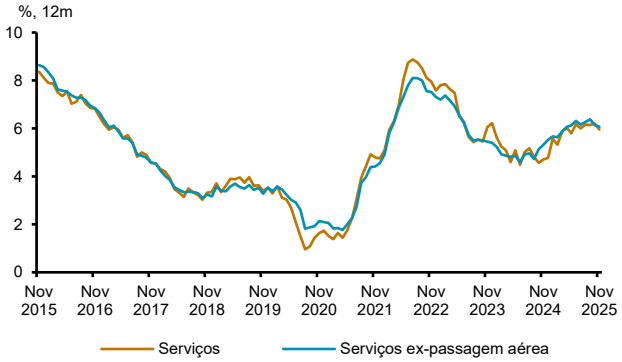


Gráfico 1.2.67 – Inflação de serviços

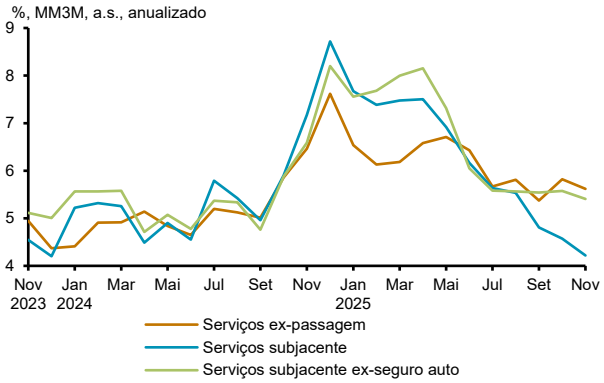
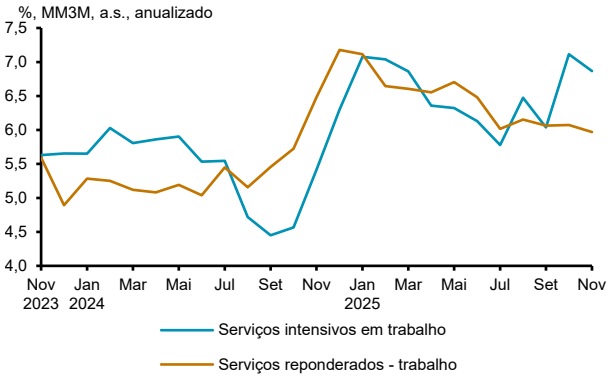
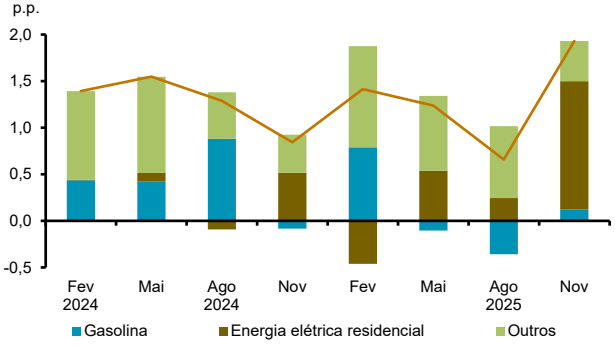


Gráfico 1.2.68 – Inflação de serviços



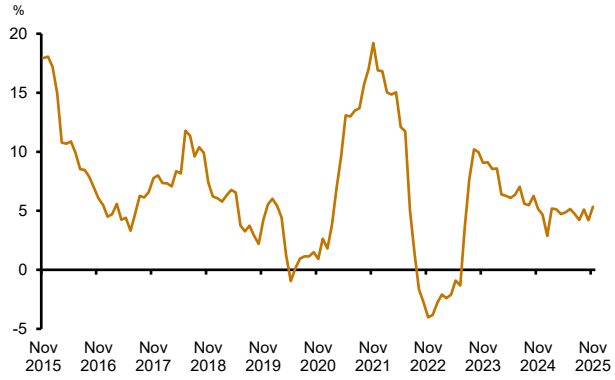
Os preços administrados apresentaram variação superior à observada no trimestre anterior, muito influenciados pela tarifa de energia elétrica residencial. A variação do segmento passou de 0,66% para 1,93% entre os trimestres encerrados em agosto e novembro (Gráfico 1.2.69). A principal contribuição para a aceleração veio do subitem energia elétrica residencial, com a reversão do desconto associado ao bônus de Itaipu.[35] Adicionalmente, o preço da gasolina ao consumidor, que vinha de queda no trimestre encerrado em agosto, apresentou alta moderada nos três meses até novembro. Apesar da redução dos preços da gasolina tipo A nas refinarias no final de outubro, houve aumento relevante do preço do etanol anidro, que compõe a mistura da gasolina vendida ao consumidor. Em doze meses, os preços administrados apresentaram elevação mais forte, passando de 4,22% em agosto para 5,34% em novembro (Gráfico 1.2.70).

Gráfico 1.2.69 – Contribuições para variações trimestrais em administrados – IPCA



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.70 – Preços administrados - var. 12m



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

35/ O impacto do bônus de Itaipu na variação de preços em agosto foi integralmente compensado em setembro. A reversão do desconto mais do que compensou o efeito das transições de bandeira tarifária no período. No trimestre encerrado em novembro, houve transição de bandeira vermelha 2, em setembro, para vermelha 1, em outubro, com impacto de baixa nas tarifas. No trimestre anterior, houve transição da bandeira amarela em maio para vermelha 2 em agosto, com efeito de alta.

As expectativas para a inflação continuaram desancoradas, embora tenham apresentado novo recuo para 2025 e, em menor medida, para os anos seguintes. A mediana das expectativas para 2025 passou de 4,83% para 4,40% desde o RPM anterior (Gráfico 1.2.71). Houve redução relevante das expectativas para preços livres, especialmente para alimentação no domicílio (Tabela 1.2.7). Por outro lado, a expectativa para a inflação de preços administrados foi revisada para cima, possivelmente repercutindo a projeção mais elevada para a tarifa de energia elétrica – na data de corte deste RPM, a bandeira tarifária de dezembro já estava definida como amarela, enquanto a expectativa mediana no QPC de setembro era de bandeira verde. Para o período 2026-2028, a queda nas expectativas de inflação foi de magnitude menor e não houve mudança na expectativa mediana para 2029. Apesar da trajetória cadente das expectativas, as medianas das projeções permanecem acima da meta de inflação de 3% em todos os horizontes considerados pela pesquisa Focus (Gráfico 1.2.72).

Gráfico 1.2.71 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA em 2025

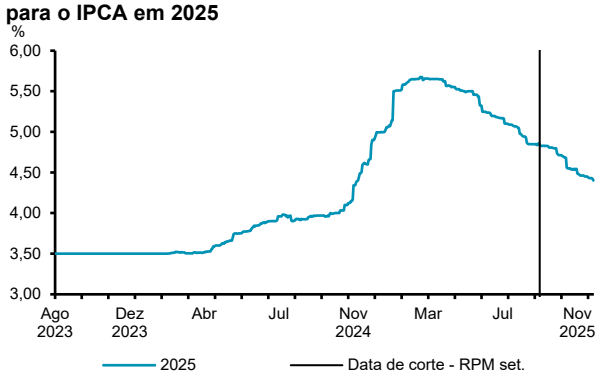
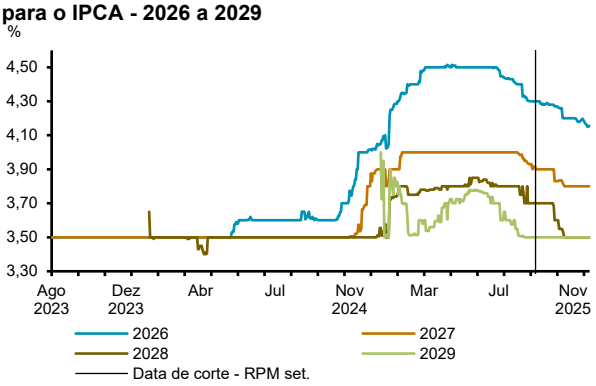


Tabela 1.2.7 – Abertura da revisão na projeção do Focus para 2025

	Peso	Projeção Focus (% a.a.)		
		12-set	05-dez	Contr. p/ Δ (p.p.)
IPCA	**100**	**4,83**	**4,40**	**-0,43**
IPCA (por agregação)	100	4,81	4,36	-0,46
Alimentação no domicílio	16	4,57	2,05	-0,40
Bens industriais	23	3,09	2,40	-0,16
Serviços	36	6,15	5,99	-0,06
Administrados	26	4,66	5,25	+0,15
Livres	74	4,86	4,07	-0,59
Livres (por agregação)	74	4,87	4,05	-0,61

Gráfico 1.2.72 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA - 2026 a 2029



Surpresas no crescimento do PIB brasileiro no pós-pandemia

Após quatro anos de surpresas positivas expressivas, o crescimento do Produto interno Bruto (PIB) em 2025 deve ficar próximo às previsões feitas no final de 2024. Apesar dessa relativa estabilidade das projeções para o PIB deste ano, há movimentos significativos em seus componentes. Em particular, os setores menos sensíveis ao ciclo econômico, agregação que inclui atividades como agropecuária e indústria extrativa, devem ter expansão mais forte do que inicialmente esperado. Tal alta foi compensada por um crescimento abaixo do previsto nos segmentos mais cíclicos da economia.

Introdução

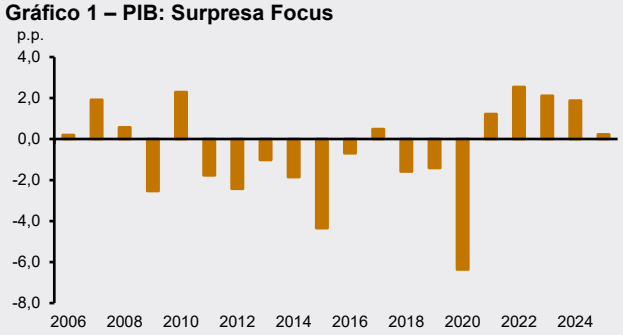
Após uma década de surpresas predominantemente negativas, a partir de 2021 o crescimento do PIB passou a superar de forma consistente as projeções dos analistas, motivando especulações sobre as causas do maior crescimento econômico. Esse comportamento, contudo, tende a não se repetir em 2025, pois, tanto para os analistas de mercado quanto para o Banco Central do Brasil (BC), as estimativas atuais para o crescimento do ano permanecem próximas às projeções feitas no final do ano anterior.[1] Nesse contexto, este boxe analisa as surpresas no crescimento do PIB nos últimos anos, em especial no período pós-pandemia.

Histórico de surpresas no crescimento do PIB agregado

O Gráfico 1 mostra as surpresas do crescimento anual do PIB, calculadas como a diferença entre o resultado divulgado e a mediana das projeções registradas no Relatório Focus[2] nos trinta dias anteriores ao final do ano anterior. Neste boxe os resultados do PIB referem-se sempre à primeira divulgação pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), não considerando revisões posteriores.[3] Para 2025 considera-se como resultado realizado a projeção mais atual, ou seja, que o quarto trimestre virá em linha com o projetado atualmente. O Gráfico 2 apresenta as surpresas em relação à projeção do BC publicada no Relatório de Inflação (RI) de dezembro do ano anterior. Em alguns anos destacados em cor distinta no gráfico, considera-se a surpresa na variação acumulada em quatro trimestres até o terceiro trimestre do ano de referência, pois essa era a projeção com horizonte mais longo divulgada pelo BC à época.

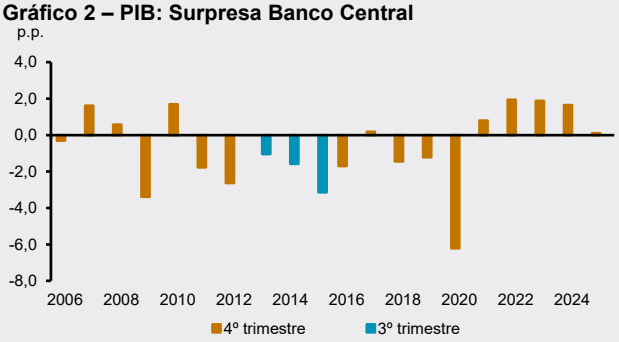
1/ Ainda que o crescimento do PIB de 2025 seja conhecido apenas no início de março de 2026 quando ocorrer a divulgação dos dados do quarto trimestre, como já há informações sobre os três primeiros trimestres do ano, um crescimento anual muito diferente do previsto atualmente só ocorreria diante de uma surpresa expressiva no último trimestre. A projeção mais atual do BC para o PIB de 2025, assim como o detalhamento das revisões em relação à projeção anterior, são apresentadas no boxe Projeções para a evolução do PIB em 2025 e 2026 deste RPM.
2/ Mais informações sobre o Sistema de expectativas de mercado do BC podem ser obtidas em Expectativas de mercado.
3/ A primeira divulgação da variação anual do PIB se dá na divulgação do quarto trimestre das Contas Nacionais Trimestrais. Na divulgação do terceiro trimestre do ano seguinte, a série recente é revisada, configurando a segunda divulgação. Por fim, no ano seguinte, as Contas Nacionais Anuais trazem a terceira divulgação do PIB anual. Atualmente, essa terceira revisão está temporariamente suspensa devido ao processo de mudança do ano base das Contas Nacionais pelo IBGE.

Gráfico 1 – PIB: Surpresa Focus



Considera a mediana do Focus (30 dias) do último dia útil do ano anterior. Para o ano corrente considera como realizado a projeção mais atual (5/dez).
Fontes: IBGE e BC

Gráfico 2 – PIB: Surpresa Banco Central



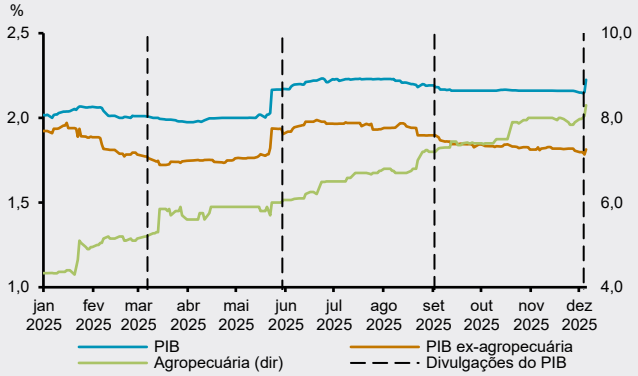
Considera o RPM/RI de dezembro do ano anterior. Para o ano corrente considera como realizado a projeção mais atual (RPM de dezembro).
Fontes: IBGE e BC

O comportamento histórico das surpresas em relação às projeções de mercado e às do BC é semelhante. Considerando as expectativas da pesquisa Focus, entre 2011 e 2019, a variação do PIB foi, em geral, inferior à projetada no final do ano anterior, com surpresa média de -1,6 p.p. Em 2020, devido ao choque ocasionado pela pandemia de Covid-19, o resultado ficou muito abaixo das projeções feitas ao final de 2019, embora acima das projeções elaboradas no auge do pessimismo quanto à atividade econômica, em junho de 2020.[4] A partir de então, nos quatro anos seguintes, o crescimento do PIB superou as projeções, com surpresa média de 1,9 p.p. em relação ao Focus e 1,6 p.p. em relação às do BC. Como mencionado anteriormente, esse padrão de surpresas positivas substanciais deve se encerrar em 2025.

Evolução setorial das projeções para 2025

A razoável estabilidade das projeções para a variação do PIB em 2025 oculta reduções nas projeções para os segmentos mais cíclicos, em especial na projeção do BC. O Gráfico 3 apresenta a evolução das projeções do Focus para as variações anuais do PIB, do valor adicionado a preços básicos (VAB) da agropecuária e do PIB ex-agropecuária[5]. A Tabela 1 apresenta as projeções do Banco Central para a variação do PIB e seus componentes desde o Relatório de Política Monetária (RPM) de dezembro de 2024.

Gráfico 3 – Evolução das projeções para 2025: Focus



4/ A primeira divulgação do PIB de 2020 indicou queda de 4,1%. No RI de junho de 2020, o Banco Central projetava retração de 6,4%, enquanto a mediana das projeções coletadas pelo Focus em junho daquele ano era de queda de 6,6%.

5/ Para cada projeção das instituições respondentes que incluía estimativas para as variações do PIB e do VAB da agropecuária, calculou-se a variação do PIB ex-agropecuária usando os pesos mais recentes. Para as projeções feitas antes da divulgação das Contas Nacionais Trimestrais do quarto trimestre de 2024, utilizou-se o peso acumulado em quatro trimestres até o terceiro trimestre de 2024. O gráfico apresenta a evolução da mediana das projeções para o PIB de todos os respondentes, contudo a evolução da mediana restrita àqueles que também informaram a projeção da agropecuária é bastante similar.

Tabela 1 – Projeções do Banco Central para o crescimento do PIB em 2025

(%)

	Peso	RPM				
	2024	24.IV	25.I	25.II	25.III	25.IV
PIB	100,0	2,1	1,9	2,1	2,0	2,3
PIB ex-agropecuária	94,2	2,0	1,7	1,8	1,6	1,7
PIB ex-básicos	90,6	2,0	1,6	1,7	1,4	1,5
VAB	85,9	2,2	2,0	2,2	2,1	2,3
VAB cíclicos	48,7	2,3	1,7	1,9	1,3	1,5
VAB não-cíclicos	37,1	1,9	2,3	2,6	3,1	3,4
VAB não-cíclicos ex-básicos	27,7	1,5	1,2	1,2	1,5	1,2
Agropecuária	5,8	4,0	6,5	8,0	9,0	11,0
Extrativa	3,6	2,0	4,5	4,5	6,5	8,0

Desde o final do ano passado, já se esperava forte expansão da agropecuária, com projeções de crescimento ao redor de 4,0%, impulsionadas por perspectivas de aumento na produção de soja e milho, mas as estimativas atuais são ainda mais robustas: 8,3% no Focus e 11,0% para o BC. A relativa estabilidade das projeções para o PIB, com a alta nas projeções para a agropecuária, ocorreu devido à redução nas estimativas para o PIB ex-agropecuária, que diminuíram 0,1 p.p. no Focus e 0,3 p.p. para o BC, para 1,8% e 1,7%, respectivamente. Essa desaceleração é expressiva, dado que o crescimento médio nos quatro anos anteriores foi de 3,7%. Além da agropecuária, a indústria extrativa também surpreendeu positivamente. Enquanto isso, os demais setores menos cíclicos e, principalmente, os segmentos mais sensíveis ao ciclo econômico apresentaram surpresa negativa.[6] A projeção para o segmento mais cíclico caiu de 2,3% para 1,5%, ao passo que a projeção para o crescimento do VAB menos cíclico subiu de 1,9% para 3,4%, impulsionado por básicos.

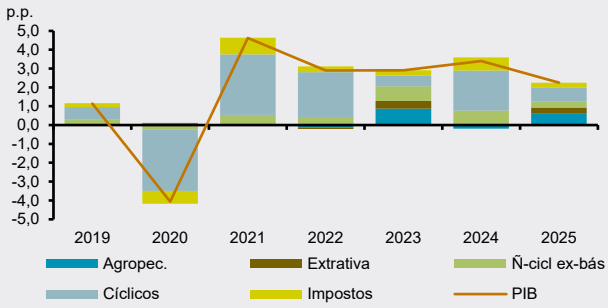
Comparação do crescimento do PIB de anos recentes com o esperado para 2025

Os Gráficos 4 e 5 apresentam a decomposição da variação do PIB pelos componentes da oferta e da demanda, respectivamente. Assim como em 2025, em 2023 o crescimento do PIB foi fortemente influenciado pelo desempenho do valor adicionado na produção de bens básicos (agropecuária e extrativa). Do crescimento de 2,9% do PIB em 2023, 1,4 p.p. vieram de básicos. Do restante, houve contribuições de magnitude semelhante vindas do VAB dos itens cíclicos e do VAB dos não-cíclicos ex-básicos (0,6 p.p. e 0,8 p.p., respectivamente). Em 2025, por sua vez, espera-se que 0,9 p.p. do crescimento previsto de 2,3% seja explicado pelo desempenho dos bens básicos. Em 2021, 2022 e 2024, os setores cíclicos apresentaram a maior contribuição para o crescimento.

Pela ótica da demanda, o consumo das famílias apresentou a maior contribuição para o crescimento do PIB no período. Todavia, essa contribuição variou entre os anos. Por exemplo, a diminuição entre 2022 e 2023, ano em que as exportações se destacaram (em linha com a expansão da produção de básicos), e especialmente o recuo acentuado entre 2024, ano com alta forte e disseminada da demanda doméstica que foi espelhada nas importações, e 2025. Analisadas em conjunto, a evolução entre 2024 e 2025 dos cíclicos e da demanda mostra um quadro de desaceleração ainda mais acentuada da atividade econômica entre esses anos do que o sugerido pela diminuição do crescimento do PIB de 3,4% para 2,3%.

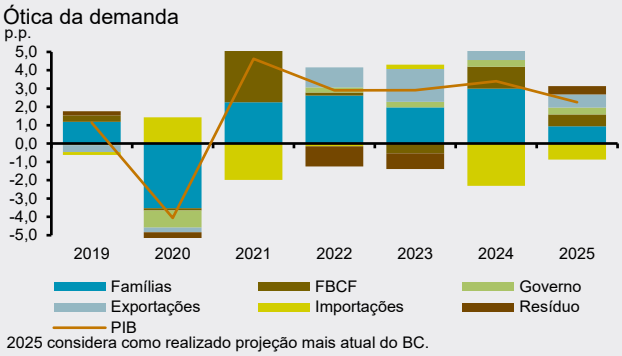
6/ A partir da classificação dos setores mais e menos sensíveis ao ciclo econômico, discutida em diversas edições anteriores do Relatório. As atividades menos cíclicas são: agropecuária; indústria extrativa; atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados; atividades imobiliárias; e administração,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

Gráfico 4 – Decomposição da variação anual do PIB
Ótica da oferta



2025 considera como realizado projeção mais atual do BC.
Fontes: IBGE e BC

Gráfico 5 – Decomposição da variação anual do PIB
Ótica da demanda



2025 considera como realizado projeção mais atual do BC.
Fontes: IBGE e BC

Decomposição das surpresas nos anos recentes pelas óticas da oferta e da demanda

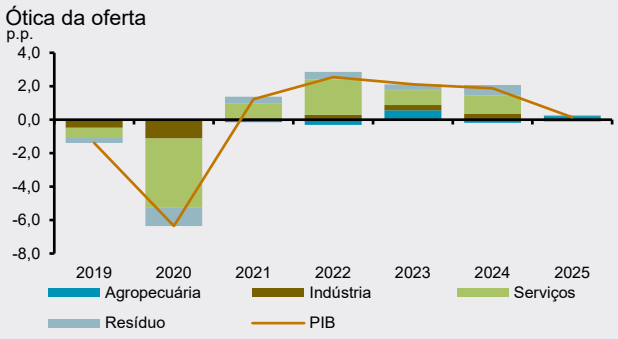
Os Gráficos 6 e 7 apresentam a decomposição das surpresas da variação anual do PIB em relação às projeções do Focus pelos componentes da oferta e da demanda, respectivamente[7]. Os Gráficos 8 e 9, por sua vez, mostram a decomposição das surpresas em relação às projeções do BC[8].

As surpresas na variação anual do PIB, quando comparadas às projeções, tiveram origem distinta ao longo dos últimos anos. Pela ótica da oferta, nas estimativas do BC, os componentes mais cíclicos foram os principais responsáveis pelas surpresas positivas entre 2021 e 2024, enquanto indústria e serviços se destacaram frente às projeções do Focus. Em 2023, a agropecuária também teve papel relevante, respondendo, nas projeções do BC, por cerca de um terço da surpresa. Para 2025, o cenário aponta novamente para uma contribuição significativa da agropecuária. Todavia, pela primeira vez desde a pandemia, deve ocorrer uma surpresa negativa nos componentes mais cíclicos.

Pela ótica da demanda, em relação à projeção do BC[9], em 2021 destacou-se a surpresa positiva na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), condizente com a forte retomada da economia, especialmente na produção de bens, e com a expansão do setor imobiliário. De 2022 a 2024, o consumo das famílias acima do esperado exerceu a maior influência sobre as surpresas positivas do PIB. Em particular, em 2023 houve também destaque para as exportações acima do projetado, espelhando o desempenho da agropecuária e da indústria extrativa sob a ótica da oferta. No sentido contrário, as importações apresentaram repetidas contribuições negativas, ao crescerem mais fortemente do que o previsto. Em 2025, assim como na oferta, os erros de projeção na demanda caminham para um patamar mais reduzido relativamente aos anos anteriores.

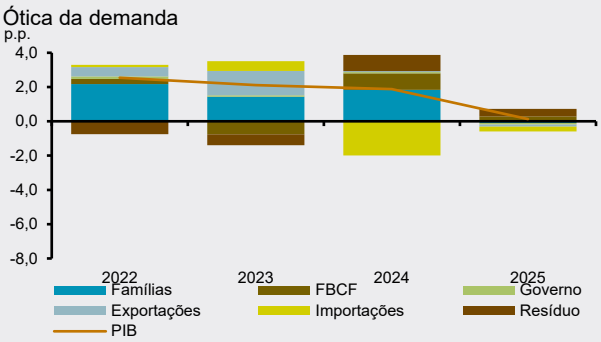
7/ As projeções do Focus referem-se às medianas das projeções feitas nos trinta dias encerrados no último dia útil do ano anterior para cada um dos componentes do PIB. Ademais, os itens foram agregados considerando o peso utilizado na primeira divulgação do PIB anual nas Contas Nacionais Trimestrais. Pela ótica da oferta, o resíduo inclui: diferenças entre esses pesos e os usados à época das projeções; agregação das medianas calculadas separadamente para cada componente, que não necessariamente reproduz a mediana do PIB total; e a contribuição da variação de impostos, variável não coletada pelo Focus. Na ótica da demanda, o resíduo inclui, em vez de impostos, a variação de estoques.
8/ Projeções apresentadas no Relatório de Inflação, ou Relatório de Política Monetária, de dezembro do ano anterior, com o mesmo tratamento de pesos adotado para o Focus.
9/ As projeções para as variações dos componentes da demanda passaram a ser coletadas pelo Focus apenas a partir de 2022.

Gráfico 6 – Decomposição do erro de previsão: Focus



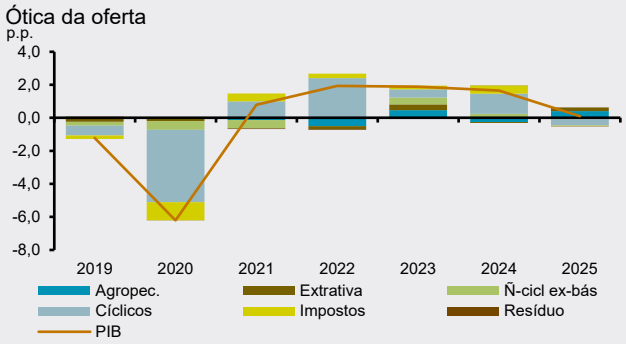
Considera a mediana do Focus (30 dias) do último dia útil do ano anterior. Para o ano corrente considera como realizado a projeção mais atual (5/dez).

Gráfico 7 – Decomposição do erro de previsão: Focus



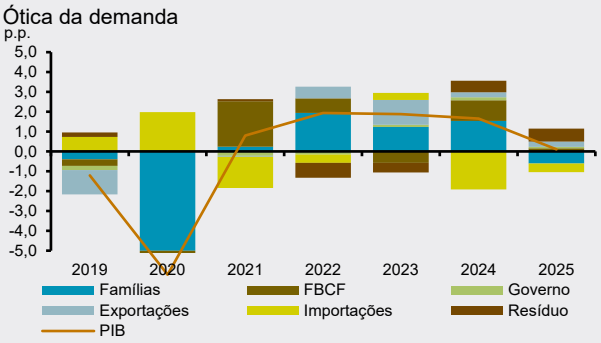
Considera a mediana do Focus (30 dias) do último dia útil do ano anterior. Para o ano corrente considera como realizado a projeção mais atual (5/dez).

Gráfico 8 – Decomposição do erro de previsão: BC



Considera o RPM/RI de dezembro do ano anterior. Para o ano corrente considera como realizado a projeção mais atual (RPM de dezembro).

Gráfico 9 – Decomposição do erro de previsão: BC



Considera o RPM/RI de dezembro do ano anterior. Para o ano corrente considera como realizado a projeção mais atual (RPM de dezembro).

Considerações finais

Este boxe analisou as surpresas no resultado do PIB, destacando o período pós-pandemia. Até 2024, o crescimento superou consistentemente as previsões iniciais. Em 2025, porém, a tendência é de encerramento desse padrão. Assumindo-se que o erro de previsão para o quarto trimestre não seja expressivo, o crescimento do PIB em 2025 deve ficar próximo das previsões feitas ao final de 2024 e ao longo de 2025. Contudo, as revisões moderadas nas projeções para o PIB agregado ocultam mudanças relevantes na composição: os componentes mais cíclicos devem crescer menos do que o previsto inicialmente, enquanto os menos cíclicos devem apresentar expansão mais acentuada.

A composição da surpresa do crescimento em 2025 pode ter contribuído, ainda que de forma limitada, para as revisões para baixo das expectativas para a inflação deste ano. A queda da inflação esse ano tem sido bastante concentrada em preços de bens industriais e alimentos, refletindo, principalmente, a apreciação do real e condições climáticas que favoreceram a produção de alimentos. A expectativa para a inflação de serviços, mais inercial e sensível ao ciclo econômico, apresentou recuo mais modesto no período. Nesse contexto: i) as surpresas negativas nos componentes mais cíclicos do PIB, mais sensíveis às condições de demanda agregada, podem ter contribuído para uma pressão menor sobre os preços de bens e serviços (apesar do mercado de trabalho aquecido) e ii) as surpresas positivas nos componentes menos cíclicos, especialmente na agropecuária, podem ser interpretadas como um choque de oferta favorável, também com efeitos deflacionários.

Projeções para a evolução do PIB em 2025 e 2026

Este boxe atualiza as projeções de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) para 2025 e 2026. Para este ano a projeção foi aumentada de 2,0% para 2,3%, com papel relevante da revisão dos dados do primeiro semestre. A projeção de 2026 foi ajustada ligeiramente para cima, de 1,5% para 1,6%, mantendo-se a perspectiva de crescimento moderado ao longo do ano.

A projeção de crescimento do PIB para 2025 foi revisada de 2,0% para 2,3%, refletindo a revisão nas séries históricas das Contas Nacionais Trimestrais (CNT), que afetou, especialmente, o crescimento da agropecuária no primeiro semestre, e um resultado do terceiro trimestre ligeiramente acima do esperado. Para 2026, a estimativa subiu de 1,5% para 1,6%, influenciada pelo maior carregamento estatístico decorrente do crescimento mais alto de 2025 e pela inclusão de estimativas preliminares para os efeitos da isenção ou desconto no Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) para as primeiras faixas de renda. Em contrapartida, revisões negativas para agropecuária e indústria extrativa, devido às primeiras projeções da safra e às perspectivas menos favoráveis para minério de ferro, limitaram a alta.

Revisão da projeção do PIB para 2025

A alteração na projeção de crescimento do PIB em 2025 reflete a surpresa ligeiramente positiva no terceiro trimestre, a reavaliação do desempenho esperado para o quarto trimestre — considerando os indicadores disponíveis até a data de corte deste Relatório — e a revisão das séries históricas das CNT. Essa revisão foi particularmente relevante para a atualização da projeção da agropecuária. Para a indústria e o setor de serviços, o impacto agregado das revisões das séries foi pequeno, embora significativo em alguns segmentos específicos. Pela ótica da demanda, a revisão afetou principalmente a estimativa para o consumo do governo.

Sob a ótica da oferta, houve alta nas projeções para agropecuária e indústria, acompanhada de leve redução na estimativa para o setor de serviços. A projeção para os setores menos cíclicos foi elevada, refletindo, principalmente, revisões altistas na agropecuária e na indústria extrativa, parcialmente compensadas pela redução na previsão para serviços de intermediação financeira. A previsão para os setores mais cíclicos também avançou, com aumento nas estimativas para construção, indústria de transformação e algumas atividades mais cíclicas do setor de serviços.

A estimativa de crescimento anual da agropecuária passou de 9,0% para 11,0%. Como mencionado, o aumento reflete, principalmente, a revisão da série histórica, que elevou em 2,1 p.p. a variação do setor no primeiro semestre em relação ao mesmo período do ano anterior. Além disso, o resultado do terceiro trimestre trouxe uma surpresa positiva para o setor.

A previsão para a indústria foi ajustada de 1,0% para 1,6%, com elevação nas estimativas para todos os segmentos. A revisão das séries das CNT contribuiu para aumentar a projeção de crescimento anual da indústria extrativa e do segmento de eletricidade, gás, água, esgoto e gestão de resíduos (EGAER). No caso da indústria extrativa, também pesou a surpresa positiva no terceiro trimestre, atribuída principalmente à produção de petróleo acima do esperado. Para a indústria de transformação e a construção, o efeito da revisão das séries foi menor e atuou em sentido contrário. Nesses setores, as altas nas projeções de crescimento anual foram influenciadas pela reavaliação do desempenho esperado para o quarto trimestre e, no caso da construção, também pela surpresa positiva no terceiro trimestre.

Para o setor de serviços, a projeção de crescimento foi ligeiramente reduzida, de 1,8% para 1,7%. Houve elevação nas estimativas para comércio, transportes e administração, saúde e educação públicas, enquanto as previsões para os demais recuaram. Os principais destaques foram a revisão altista para o segmento de transporte e a baixista para os serviços de intermediação financeira. De modo geral, as revisões foram fortemente influenciadas pelas surpresas observadas no resultado do terceiro trimestre.

No âmbito da demanda interna, a projeção para o crescimento do consumo das famílias recuou de 1,8% para 1,5%. Em sentido oposto, as estimativas para o consumo do governo e para a formação bruta de capital fixo (FBCF) foram elevadas, passando de 0,5% para 2,0% e de 3,3% para 3,8%, respectivamente. Essas revisões foram bastante influenciadas por surpresas nos resultados do terceiro trimestre — baixa para o consumo das famílias e alta para o consumo do governo e para a FBCF. No caso do consumo do governo, a estimativa de crescimento foi ainda afetada pela revisão da série, que elevou o resultado no primeiro semestre.

A projeção para as exportações foi elevada de 3,0% para 4,0%, enquanto a estimativa para as importações passou de 4,5% para 5,0%. As revisões refletem a incorporação dos dados de comércio exterior disponíveis para o quarto trimestre e, no caso das exportações, também a aceleração mais intensa do que a esperada no terceiro trimestre. Tendo em vista as variações projetadas para os componentes da demanda agregada, as contribuições da demanda interna e do setor externo para a evolução do PIB em 2025 são estimadas em 2,4p.p. e -0,1p.p., respectivamente.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado no ano

Variação %

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

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

Revisão da projeção do PIB para 2026

Para 2026, mantém-se a projeção de crescimento moderado ao longo do ano. Entre os fatores que influenciam esse cenário estão a expectativa de manutenção da política monetária em campo restritivo, o baixo nível de ociosidade dos fatores de produção, a perspectiva de desaceleração da economia global e a ausência do impulso agropecuário observado em 2025. A dinâmica projetada também incorpora os efeitos de medidas recentes com impacto potencial sobre a demanda, como a isenção ou desconto no IRPF para as faixas iniciais de renda.[1]

Sob a ótica da oferta, a leve alta na projeção de crescimento do PIB decorre do aumento nas estimativas para a indústria e o setor de serviços, parcialmente compensado pela redução na previsão para a agropecuária. Na indústria, a previsão de alta passou de 1,4% para 1,9%, revisão bastante influenciada por altas nas perspectivas para a indústria de transformação e para a construção. Esses ajustes refletem, sobretudo, o maior carregamento estatístico proveniente de revisões das projeções para 2025. Em contrapartida, a expectativa para a indústria extrativa foi reduzida devido a perspectivas menos favoráveis para a produção de minério de ferro. Nos serviços, a revisão foi pequena, de 1,5% para 1,6%, mantendo-se a perspectiva de crescimento gradual ao longo do ano. Por fim, a projeção para agropecuária foi reduzida de 1,0% para 0,5%, refletindo as primeiras previsões para a safra de 2026.

Na demanda doméstica, as previsões para o consumo das famílias, o consumo do governo e a FBCF foram ampliadas para 1,5%, 1,5% e 1,0%, respectivamente, ante 1,4%, 1,0% e 0,3%. As revisões para o consumo do governo e a FBCF refletem, sobretudo, ajustes nas estimativas de crescimento desses componentes em 2025, que elevaram o carregamento estatístico. Já a leve alta na previsão para o consumo das famílias foi influenciada pelo impacto esperado de medidas aprovadas recentemente, especialmente a isenção ou desconto no IRPF para as faixas iniciais de renda.

A previsão para as exportações foi alterada de 2,5% para 2,0%, refletindo, principalmente, diminuição nas projeções para a agropecuária e para a indústria extrativa, enquanto a estimativa de crescimento das importações permaneceu em 1,0%. As contribuições das demandas interna e externa para o crescimento anual são estimadas em 1,4p.p. e 0,2p.p., respectivamente.

Tabela 2 – Produto Interno Bruto
Acumulado no ano

Variação %

Discriminação	2024	2025[1]	2026[1]	
			Anterior	Atual
Agropecuária	-3,7	11,0	1,0	0,5
Indústria	3,1	1,6	1,4	1,9
Serviços	3,8	1,7	1,5	1,6
Valor adicionado a preços básicos	3,1	2,3	1,5	1,6
Impostos sobre produtos	5,7	1,8	1,4	1,9
PIB a preços de mercado	**3,4**	**2,3**	**1,5**	**1,6**
Consumo das famílias	5,1	1,5	1,4	1,5
Consumo do governo	2,0	2,0	1,0	1,5
Formação bruta de capital fixo	6,9	3,8	0,3	1,0
Exportação	2,8	4,0	2,5	2,0
Importação	15,6	5,0	1,0	1,0

Fontes: IBGE e BC
1/ Estimativa.

1/ A Lei 15.270, de 25 de novembro de 2025, que produzirá efeitos a partir de 1º de janeiro de 2026, ampliou a faixa de isenção de IRPF para ganhos mensais de até R$ 5.000,00 e concedeu descontos na tributação para rendas mensais entre R$ 5.000,01 e R$ 7.350,00. Para compensar a perda de arrecadação, a lei instituiu uma tributação mínima para pessoas físicas que auferem altas rendas e alterou a cobrança de imposto sobre lucros e dividendos. Como os indivíduos beneficiados pela alteração na legislação devem ter uma propensão marginal a consumir mais elevada do que aqueles que passarão a pagar mais imposto de renda, a alteração nas regras do IRPF deve ter um efeito positivo sobre o consumo e sobre a atividade econômica.

Estatísticas de pagamentos por atividade econômica (EPAE)

Este boxe mostra as novas estatísticas sobre os fluxos de pagamentos via Pix entre pagadores e recebedores na economia. Desde o lançamento do ecossistema Pix, o número e o valor das transações aumentaram substancialmente entre pessoas físicas e jurídicas. A compilação e a divulgação pelo Banco Central do Brasil (BC) de mais de 500 fluxos mensais entre setores econômicos propiciam uma análise da economia de forma rápida, detalhada e frequente.

Introdução

Fluxos de pagamentos para bens e serviços ocorrem entre todos os setores da economia, refletindo a contínua produção e consumo de bens e serviços ao longo da cadeia produtiva. Com o avanço da tecnologia, os instrumentos de pagamentos se diversificaram, migrando do dinheiro em espécie para soluções cada vez mais digitais. Essa transformação impulsionou a criação de grandes bases de dados (*big data*) e, consequentemente, tem permitido o acesso a informações sobre pagamentos de maneira mais rápida, detalhada e frequente. Tais bases permitem construir indicadores alternativos, mais tempestivos e com maior frequência de dados para a avaliação da conjuntura econômica.

Particularmente em 2020, dois acontecimentos marcaram significativamente o sistema financeiro brasileiro: a pandemia de Covid-19, no início do ano, e o surgimento do sistema de pagamentos instantâneos Pix, ao final. De um lado, a mudança rápida no cenário epidemiológico e sanitário provocou uma crise econômica no Brasil e no mundo. Aliado a isso, para o caso brasileiro, o Pix surgiu com alta adesão no sistema de pagamentos e a proporção de transações realizadas com essa nova solução digital cresceu rapidamente, saindo de 22,1% em janeiro de 2023 para 41,2% em setembro de 2025 do valor total de transações com Pix, boletos, DOC, TEC, TED e cheques.[1] Nesse contexto, a variação no fluxo de pagamentos entre setores econômicos, particularmente as movimentações via Pix, se revelou indicador potencial e complementar da atividade econômica, oferecendo maior rapidez e frequência na geração de informações, em comparação, por exemplo, ao PIB trimestral divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

As principais características das novas séries estatísticas

A partir de outubro de 2025, o BC passou a divulgar mensalmente as Estatísticas de Pagamentos por Atividade Econômica (EPAE),[2] referentes ao Pix. Essa iniciativa amplia o conjunto de informações sobre pagamentos desagregados pelas seções da Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE).

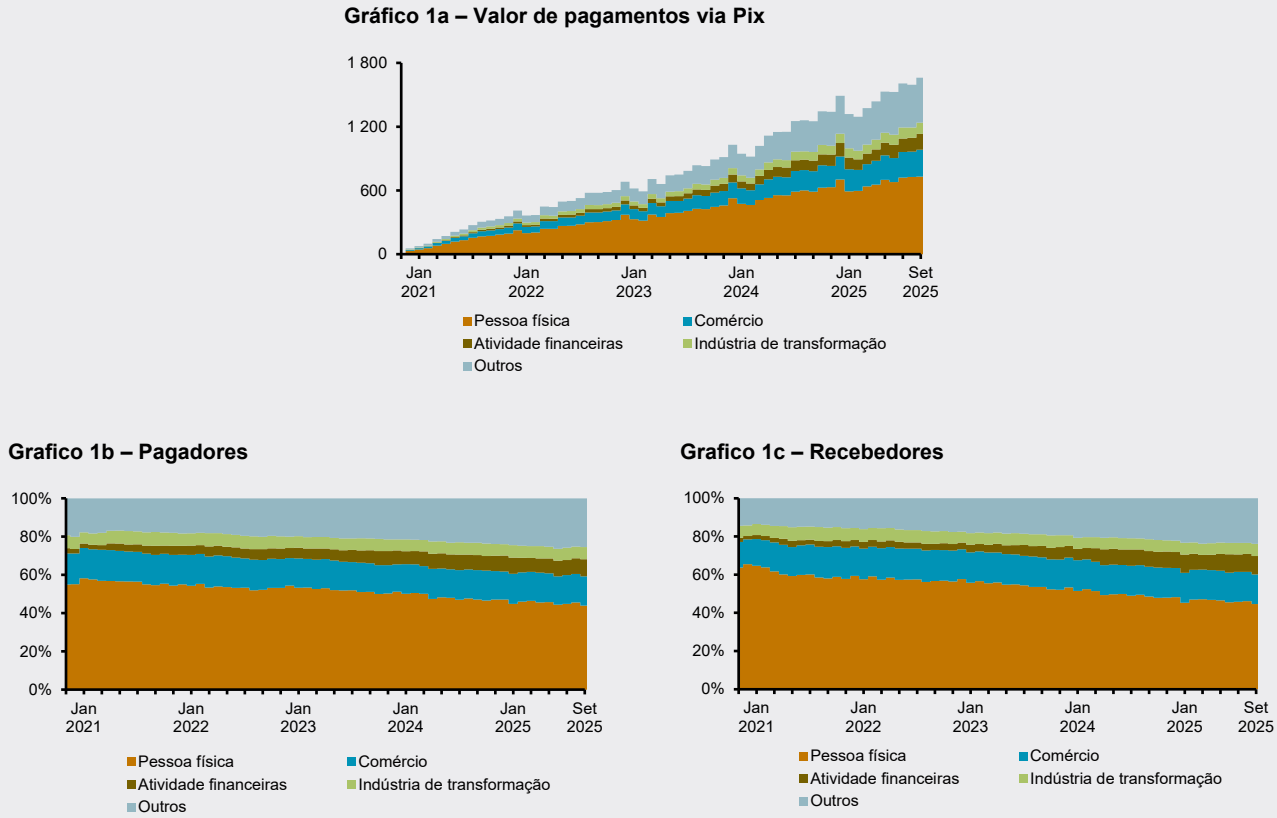
A estatística traz as séries históricas mensais de pagamentos, iniciadas em novembro de 2020, com informações mensais referentes à quantidade e ao valor de transações entre os diversos setores pagadores e recebedores. Nessa estatística, os setores econômicos consistem nas 21 seções da CNAE (dois dígitos), pessoas físicas e um setor adicional denominado "Outros". Dessa forma, a EPAE mostra o nível e a dinâmica de pagamentos entre os diferentes setores da economia ao longo do tempo, com o cruzamento entre os 23 setores pagadores e recebedores resultando em até 529 fluxos mensais entre setores.

1/ As séries estão disponíveis na página de Estatísticas de Meios de Pagamentos.
2/ As séries estão disponíveis na página de Tabelas especiais, assunto "Moeda e Crédito".

Como o objetivo da EPAE é apresentar as transações econômicas ocorridas entre pagadores e recebedores, foram excluídas as transações canceladas e devolvidas, as transações com finalidade de saque e transações com mesma titularidade entre pagador e recebedor. Devido à granularidade das informações necessárias à segmentação por atividade econômica, somente foram consideradas transações que cursaram pelo Sistema de Pagamento Instantâneo (SPI), desconsiderando assim as transferências entre contas internas na mesma instituição financeira realizadas com Pix. Essas exclusões determinam as principais diferenças em relação ao volume de transações presentes em outros indicadores publicados pelo BC referentes a esse instrumento de pagamento.

Vale comentar que os dados foram tratados para casos de baixa frequência, caracterizados por transações "pagador x recebedor" com menos de quatro transações mensais, visando preservar a confidencialidade das pessoas físicas ou jurídicas envolvidas. Essas transações, correspondentes a menos de 0,001% do total de operações (na quantidade e no valor) no período de novembro de 2020 a setembro de 2025, foram classificadas no setor Outros.

Gráfico 1 – Volume (em R$ bilhões) e participação relativa de pagamentos por atividade econômica, 2020-2025



Principais resultados

Para fins de análise neste boxe, os setores de pessoas jurídicas foram sintetizados nas três maiores atividades econômicas (Comércio, Atividades financeiras e Indústria de transformação) e em um segmento 'Outros' com as demais atividades. A abertura completa dos setores da EPAE encontra-se disponível na página do BC.

O volume de pagamentos via Pix aumentou de R$12,0 bilhões, em novembro de 2020, para R$1,7 trilhão, em setembro de 2025, em valores correntes (Gráfico 1). Ocorreram 15,9 milhões de transações no primeiro mês da série da EPAE e 5,4 bilhões de transações em setembro de 2025. As pessoas físicas responderam pela maioria absoluta do valor pago no início da série, 55,0%, em novembro de 2020, posteriormente declinando para 44,0%,

em setembro de 2025. O aumento na proporção de pagamentos por empresas ocorreu particularmente nos setores de Atividades Financeiras (de 2,8% para 9,0% nos referidos meses) e Outros (de 19,2% para 25,4%). Do lado dos recebedores dos pagamentos, as pessoas físicas receberam a maior parte do valor transferido (63,7%, em novembro de 2020, e 44,6%, em setembro de 2025), com o aumento gradual da participação das pessoas jurídicas.

A Tabela 1 apresenta, de forma resumida, os fluxos de pagamentos entre cinco grandes setores que agregam os 23 setores de atividade econômica disponíveis na estatística. O fluxo de pagamentos manteve padrão similar ao longo do tempo (Gráfico 2), destacando que uma parcela importante dos valores transferidos foi destinada a recebedores do mesmo setor de atividade econômica dos pagadores. Por exemplo, em setembro de 2025, as pessoas físicas destinaram 57,5% dos seus pagamentos (ou R$420 bilhões) para outras pessoas físicas. De forma semelhante, no mesmo mês, o comércio destinou 30,6% (ou R$78 bilhões) do volume de suas transações via Pix para o próprio comércio.

Tabela 1 – Pagamentos via Pix (em R$ bilhões) entre setores de atividade econômica, setembro/2025

Pagadores (linhas) / Recebedores (colunas)	Pessoas físicas	Atividades financeiras	Indústria de transformação	Comércio	Outros	Total
Pessoas físicas	419,8	35,2	14,6	98,1	162,7	730,4
Atividades financeiras	30,4	52,5	11,8	18,3	36,2	149,2
Indústria de transformação	28,7	11,3	27,1	16,6	21,7	105,3
Comércio	81,5	16,2	35,0	77,7	43,3	253,6
Outros	180,6	45,1	17,7	47,1	132,6	423,1
Total	741,0	160,2	106,1	257,7	396,6	1661,6

No total, cada um dos cinco setores efetuou e recebeu pagamentos, apresentando um saldo líquido final, que foi positivo para quatro setores e negativo apenas para o setor Outros (Gráfico 3). Em setembro de 2025, o setor Outros transferiu, de forma líquida, R$26,4 bilhões para os demais setores. Já os demais setores apresentaram saldo líquido positivo (receberam mais do que pagaram): Pessoas Físicas (R$10,5 bilhões), Atividades Financeiras (R$11,0 bilhões), Indústria de Transformação (R$0,8 bilhão) e Comércio (R$4,1 bilhões). Isso significa que esses quatro setores receberam mais do que pagaram.

Gráfico 2 – Fluxo do volume de pagamentos via Pix por atividade econômica

Gráfico 2a – Novembro/2020

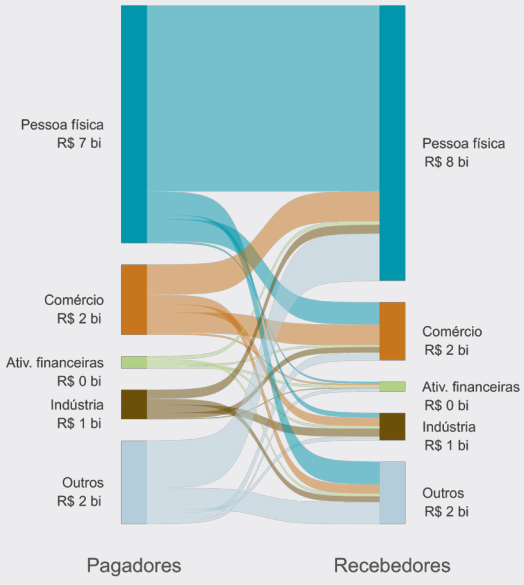


Gráfico 2b – Setembro/2025

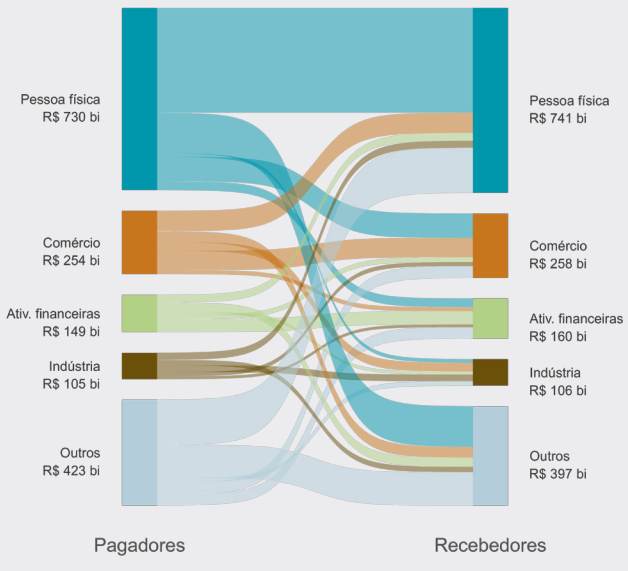
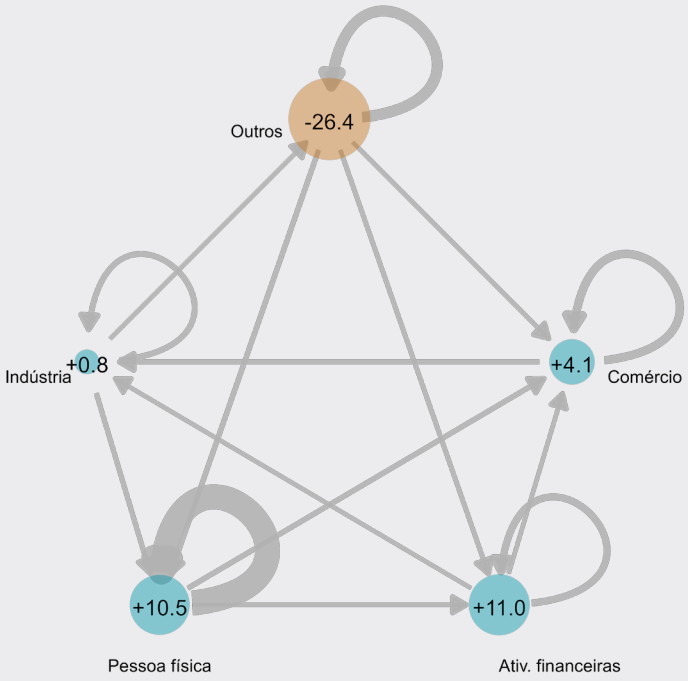


Gráfico 3 – Fluxo líquido de pagamentos por atividade econômica em setembro de 2025 (em R$ bilhões)



Considerações finais

Este boxe apresentou a nova estatística de pagamentos por atividade econômica (EPAE), divulgada pelo BC a partir de outubro de 2025. Com o uso generalizado da nova tecnologia de pagamentos instantâneos, os dados no sistema Pix proporcionam riqueza de informações sobre o tamanho e a dinâmica do fluxo de pagamentos entre os setores de atividade econômica. Desde o surgimento, a quantidade de transações e o valor de pagamentos cresceram em todos os setores, com participação expressiva principalmente de pessoas físicas e empresas de comércio, atividades financeiras e indústria. A compilação e a divulgação de 529 fluxos mensais entre os setores da economia fornecem, portanto, um novo conjunto de dados estatísticos detalhados e tempestivos para a avaliação da conjuntura econômica brasileira. Futuramente, a EPAE será ampliada para incluir fluxos de pagamentos com utilização de outros instrumentos financeiros.

Projeção para a evolução do crédito em 2025 e 2026

As projeções de crescimento nominal do saldo do crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) para 2025 e 2026 foram revisadas para cima. A projeção para 2025 passou de 8,8% para 9,4%, refletindo o desempenho acima do esperado do crédito direcionado às empresas e a resiliência do crédito livre a pessoas físicas. Para 2026, a projeção subiu de 8,0% para 8,6%, impactada também pela expectativa de maior crescimento do crédito direcionado, tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas.

O ritmo de crescimento do saldo de crédito no SFN diminuiu 0,8 p.p. desde julho, atingindo variação interanual nominal de 10,2% em outubro. Tal arrefecimento foi, em parte, resposta ao ciclo de política monetária mais restritivo, concentrado principalmente no crédito livre a pessoas jurídicas e no crédito direcionado a pessoas físicas. Nas demais carteiras, o crescimento do crédito com recursos livres para famílias oscilou marginalmente para cima e o do segmento direcionado para empresas aumentou.

No segmento de pessoas físicas, as concessões de crédito livre mostraram resiliência e o saldo das operações evoluiu acima do projetado. O ritmo de crescimento das operações de crédito emergencial, de alto custo, aumentou ante julho, sugerindo aperto do orçamento das famílias, apesar do desempenho positivo do mercado de trabalho. Por outro lado, as modalidades de longo prazo, mais sensíveis à política monetária, e o cartão de crédito à vista reduziram o ritmo de crescimento. A desaceleração do crescimento do saldo do crédito consignado para aposentados e pensionistas, do não consignado e do financiamento de veículos foi quase plenamente compensada pela expansão robusta do consignado privado. No segmento direcionado, o ritmo de expansão do crédito diminuiu menos do que o projetado anteriormente, com a sustentação do financiamento imobiliário compensando parcialmente a desaceleração do crédito rural. Adicionalmente, a possibilidade de dedução de até 5% dos recursos compulsórios recolhidos sobre depósitos de poupança e outras medidas introduzidas pela Resolução CMN 5.255 e pela Resolução BCB 512, de 10/10/2025, devem incentivar o crédito imobiliário, em especial no próximo ano.

No segmento de pessoas jurídicas, a taxa de crescimento do saldo do crédito livre recuou 2,6 p.p. desde julho, mais intensamente que o esperado. O arrefecimento do crédito livre refletiu, além dos efeitos da política monetária contracionista, a redução dos saldos das dívidas indexadas a moeda estrangeira, o impacto do aumento da alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre algumas modalidades e, possivelmente, o deslocamento de parte da demanda por financiamento para os mercados de capitais e de crédito direcionado. O ritmo de expansão do crédito com recursos direcionados continuou surpreendendo e aumentou desde julho, impulsionado pelo crédito rural e pelas operações garantidas pelo Programa Emergencial de Acesso ao Crédito (PEAC).

Além dos diversos fatores citados, a revisão da projeção também considerou os efeitos das mudanças regulatórias introduzidas pela Resolução CMN 4.966. A maior flexibilidade para as instituições financeiras no gerenciamento de riscos e provisões contábeis afetou o tempo de permanência de créditos em atraso na carteira ativa e contribuiu para o aumento do saldo do crédito em 2025.

Nesse contexto, a projeção do crescimento do saldo do crédito no SFN foi revisada de 8,8% para 9,4% em 2025 e de 8% para 8,6% em 2026 (Tabela 1). O maior ajuste altista ocorreu nas projeções para o crédito direcionado, em especial no segmento de pessoas jurídicas, que considera a sustentação de um nível mais elevado nos financiamentos garantidos pelo PEAC. A projeção do crescimento do saldo do crédito livre para pessoa jurídica, ao contrário, foi reduzida. Assim, o crescimento projetado para o crédito total para pessoas

jurídicas permaneceu em 8% no ano corrente e subiu ligeiramente, de 7,4% para 7,9%, em 2026. No segmento de pessoas físicas, a projeção da expansão do crédito total aumentou de 9,4% para 10,4% em 2025 e de 8,3% para 9% em 2026. As projeções do crescimento do saldo do crédito livre e do crédito direcionado para famílias foram ajustadas para cima nos dois anos.

As projeções atualizadas continuam apontando para uma desaceleração do crédito em 2025 e 2026, na comparação com 2024. Em termos reais, projeta-se crescimento de 4,8% no saldo de crédito total em 2025 e de 4,9% em 2026, que representam redução ante a variação real do crédito em 2024, de 6,4% (Gráfico 1). A desaceleração esperada é consistente com cenário esperado para a atividade econômica doméstica e com os efeitos, correntes e defasados, da política monetária.

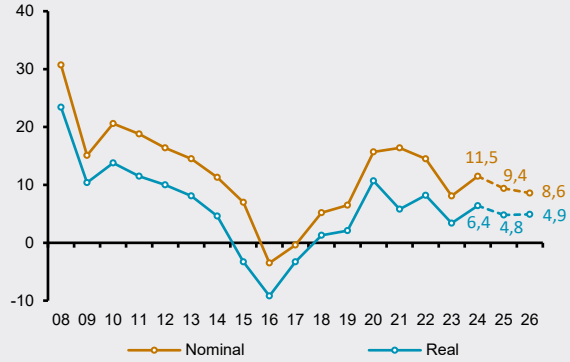
Tabela 1 – Saldo de crédito

Variação % em 12 meses

	Ocorrido			Proj. 2025		Proj. 2026	
	2023	2024	Out 2025	Anterior	Atual	Anterior	Atual
Total	8,1	11,5	10,2	8,8	9,4	8,0	8,6
Livres	5,6	11,3	8,8	8,4	8,1	7,7	7,8
PF	8,4	12,6	12,8	10,5	11,5	8,5	9,0
PJ	2,1	9,5	3,2	5,5	3,5	6,5	6,0
Direcionados	11,9	11,9	12,2	9,5	11,3	8,3	9,7
PF	13,1	12,5	9,5	8,0	9,0	8,0	9,0
PJ	9,6	10,7	17,5	12,5	16,0	9,0	11,0
Total PF	10,5	12,6	11,3	9,4	10,4	8,3	9,0
Total PJ	4,7	9,9	8,4	8,0	8,0	7,4	7,9

Gráfico 1 – Saldo de crédito total

Var. % em 12 meses



Projeções para as contas externas em 2025 e 2026

Em relação ao Relatório de Política Monetária (RPM) anterior, espera-se que 2025 apresente déficit mais elevado na conta de transações correntes, estimado em US$76 bilhões (3,4% do PIB). Em 2026, o aumento do saldo comercial deve permitir algum arrefecimento deste déficit, que deve diminuir para US$60 bilhões (2,4% do PIB).

Este boxe apresenta a revisão das projeções das contas externas da economia brasileira para 2025 e 2026. Para o ano corrente, estima-se um déficit em transações correntes de US$76 bilhões, o maior desde 2014[1], e um fluxo líquido de entrada de investimento direto no país (IDP) de US$75 bilhões, ambas as projeções superiores às do RPM anterior. O déficit nas transações correntes deve mostrar algum alívio em 2026, com expectativa de crescimento das exportações e estabilidade das importações ante 2025. Os riscos para o cenário se mantêm elevados, em função da conjuntura e da política econômica nos Estados Unidos da América (EUA), com reflexos nas condições financeiras globais, e das incertezas associadas às disputas no comércio internacional.

Tabela 1 – Projeções das contas externas

US$ bilhões

Discriminação	2024	2025	Projeção 2025		Projeção 2026	
	Ano	Jan - Out	Anterior	Atual	Anterior	Atual
Transações correntes	-66	-62	-70	-76	-58	-60
Balança comercial	66	46	54	52	61	64
Exportações	340	292	338	344	345	355
Importações	274	246	285	291	284	291
Serviços	-55	-45	-53	-53	-51	-51
dos quais: viagens	-12	-11	-14	-14	-13	-13
dos quais: transportes	-15	-12	-14	-14	-13	-13
Renda primária	-81	-67	-73	-80	-72	-78
dos quais: juros	-31	-23	-30	-29	-30	-30
dos quais: lucros e dividendos	-51	-45	-43	-51	-42	-48
Investimentos – passivos	91	85	85	110	75	75
IDP	74	70	70	75	70	70
Inv. Carteira	8	5	5	10	5	5
Outros inv. Passivos[1]	9	10	10	25	0	0

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

Projeção para 2025

A projeção para o saldo comercial para o ano de 2025 foi ligeiramente revisada para baixo, permanecendo inferior ao valor registrado em 2024, mas com aumento tanto de importações como de exportações.

1/ Considerado o valor em dólares. Como porcentagem do Produto Interno Bruto (PIB), o déficit de 2025, 3,4%, seria o maior valor desde 2019, quando o déficit em transações correntes atingiu 3,5%. Para referência, em 2014, o déficit em transações correntes atingiu 4,5% do PIB.

O valor projetado para as exportações foi marginalmente revisto para cima em relação ao RPM anterior, dada a expectativa de aumento moderado no volume exportado. A safra recorde de grãos e o bom resultado das exportações da indústria extrativa têm sido apenas parcialmente compensados por preços internacionais das *commodities* em patamar relativamente baixo em relação aos anos anteriores. Exceções importantes são o café e a carne bovina, cujos preços internacionais devem permanecer elevados. Os ganhos no volume exportado desses produtos podem ser ainda mais relevantes após a retirada, de parte dos produtos brasileiros, da tarifa adicional de 40% norte-americana, medida aplicada retroativamente a partir de 13 de novembro. A projeção para as importações foi revista para cima, incorporando a surpresa positiva recente no *quantum* importado, que tem se mostrado moderadamente mais resistente à desaceleração da atividade doméstica do que o previamente esperado.

A projeção para o déficit na conta de serviços em 2025 permaneceu igual à do RPM anterior e ligeiramente inferior ao registrado em 2024. Um fator relevante para o déficit menor do que no ano anterior é o início da vigência do marco regulatório de nacionalização das bets, que reduziu os fluxos de saída de recursos na rubrica de serviços recreativos[2]. Por outro lado, destacam-se os aumentos dos gastos nas rubricas relacionadas à tecnologia, computação e propriedade intelectual, que têm aumentado nos últimos anos.

Na conta de renda primária, espera-se déficit significativamente maior das despesas líquidas de lucros e dividendos do que o projetado no RPM anterior. Parte desse incremento está associado a revisão ordinária das estatísticas do setor externo detalhada na nota publicada em setembro, após o RPM do mesmo mês.[3] Incorporando novas informações, a estimativa das despesas líquidas de lucros e dividendos de janeiro a julho de 2025 foram majoradas em US$2 bilhões. Ademais, a despeito da desaceleração da atividade doméstica em curso, a lucratividade de empresas com participação societária de não-residentes se mantém robusta. A projeção de despesas líquidas com juros foi levemente revisada para baixo, principalmente por gastos um pouco inferiores ao esperado. A perspectiva de reduções da taxa de juros americana pelo *Federal Reserve* (Fed), nos EUA, reduzindo os juros de captações de empresas brasileiras no exterior, tem efeito defasado e deve afetar pouco essas despesas ainda em 2025.

Apesar do cenário externo ainda incerto, espera-se que o IDP registre entradas líquidas de US$75 bilhões, acima do anteriormente esperado. A revisão reflete principalmente os resultados elevados registrados em setembro e outubro. As entradas representariam 3,3% do PIB, patamar próximo a média observada desde 2021 e ligeiramente inferior ao da década anterior à pandemia (3,7%). Como risco à projeção se destaca a perspectiva de antecipações de distribuições de dividendos, visto que o aumento das remessas de lucros de empresas com investimento direto estrangeiro reduz a rubrica de lucros reinvestidos.

A projeção para os investimentos em carteira também foi aumentada, especialmente pelo resultado positivo recente dos fluxos em títulos no país. O diferencial entre as taxas de juros domésticas e internacionais tem contribuído para a atração de recursos nessa categoria, mesmo em cenário de incerteza quanto ao ambiente global e ao cenário fiscal doméstico.

Projeção para 2026

A revisão das projeções para as contas externas em 2026 inclui pequeno aumento da projeção do déficit em transações correntes, de US$58 bilhões para US$60 bilhões, equivalente a 2,4% do PIB. Espera-se aumento do saldo comercial em relação a 2025 – com expansão das exportações e estabilidade nas importações –, acrescido de pequenos recuos dos déficits nas contas de serviços e de renda primária – resultantes do menor dinamismo da atividade econômica doméstica.

2/ Espera-se que parte de tais fluxos apareçam em outras contas de natureza operacional, como outros serviços de negócios, serviços de telecomunicações ou de propriedade intelectual, além de remessa de lucros e recebimentos de reinvestimentos.
3/ Ver nota para a imprensa das Estatísticas do Setor Externo de setembro, que apresentou os dados de agosto e a revisão das séries de 2024 e de janeiro a julho de 2025. A estimativa dos déficits de renda primária e, consequentemente, de transações correntes também aumentaram para 2024.

Parte do crescimento esperado para o valor exportado em 2026 ante 2025 deve vir de maior volume, especialmente petróleo. Por sua vez, desde o Relatório de setembro, os preços de alguns produtos básicos com peso relevante na pauta de exportação, como soja e minério, subiram, contribuindo para a revisão altista nessa comparação. Já nas importações, sua tendência estrutural de aumento – especialmente nas compras de bens intermediários[4] – deve ser compensada pela moderação da demanda doméstica e pela redução no valor importado de plataformas de petróleo.

Na conta de renda primária, a pequena redução do déficit deve refletir menores despesas líquidas com lucros e dividendos, em linha com a desaceleração da atividade doméstica. Para os juros, a estabilidade deve advir de um custo médio mais baixo do estoque de títulos emitidos, resultante do afrouxamento da política monetária nos EUA, contrabalançado pelo aumento desse estoque em relação a 2025.

O IDP tende a ser um pouco inferior ao de 2025, US$70 bilhões em 2026, mesma projeção do Relatório anterior. Como percentual do PIB, o patamar de 2,8% é inferior ao de 2025. Para os investimentos em carteira, a entrada líquida deve ser mais uma vez moderadamente positiva e concentrada em títulos, favorecida pelo diferencial de juros.

Gráfico 1 – Transações correntes

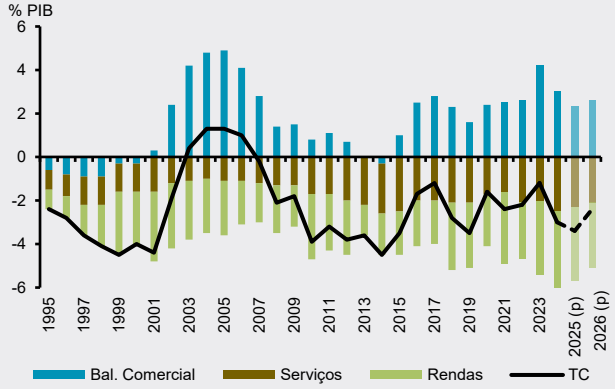
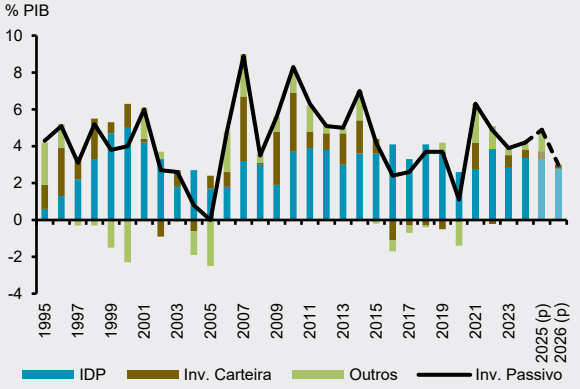


Gráfico 2 – Investimentos – passivos



4/ Veja, por exemplo, o boxe Dinâmica das importações em 2021 e descolamento da atividade econômica do Relatório de Inflação de março de 2022, em particular o Gráfico 6.

2 Perspectivas para a inflação

Este capítulo analisa as perspectivas para a inflação. As projeções de inflação apresentadas se estendem até o segundo trimestre de 2028, compreendendo assim dez trimestres à frente.[36] As projeções utilizam o conjunto de informações disponíveis até a 275ª reunião do Copom, realizada em 9 e 10.12.2025. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 5.12.2025, 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.[37] 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.[38] 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 novembro foi menor do que a esperada, com surpresa de baixa concentrada na alimentação no domicílio. A inflação observada ficou 0,32 p.p. abaixo do Cenário do Copom (Tabela 2.1.1). A maior parte da surpresa se deve à variação abaixo da esperada nos preços da alimentação no domicílio, em especial entre os alimentos *in natura* e semielaborados, categorias com volatilidade de preços mais elevada. Ainda entre os preços livres, também houve surpresas para baixo em bens industriais e no componente subjacente de serviços, ainda que de menor magnitude. As surpresas em bens industriais foram relativamente disseminadas, com contribuição relevante da queda de preços em produtos eletroeletrônicos. No caso do componente subjacente da inflação de serviços, parte significativa da surpresa é explicada por forte variação negativa no subitem seguro voluntário de veículos e por variação abaixo do padrão sazonal em serviços bancários. Em sentido contrário, os preços administrados tiveram variação acima da projetada, surpresa explicada essencialmente pela bandeira tarifária em novembro em patamar mais restritivo do que o antecipado. A projeção de inflação para dezembro foi revista de 0,53% no Relatório

36/ Ver o boxe Governança para comunicação do horizonte de projeções de inflação, do RI de setembro de 2024.
37/ Ver o boxe Sistema de análise e projeções do BC, do RI de março de 2023.
38/ 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.

anterior para 0,41% no atual. Assim como no trimestre encerrado em novembro, a revisão na projeção de dezembro é explicada principalmente por variação mais moderada nos preços da alimentação no domicílio.

Tabela 2.1.1 – IPCA – Surpresa inflacionária

Variação %

	2025				
	Set	Out	Nov	No trim. até nov.	12 meses até nov.
Cenário do Copom[1/]	0,62	0,23	0,22	1,07	4,80
IPCA observado	0,48	0,09	0,18	0,75	4,46
Surpresa (p.p.)	-0,14	-0,14	-0,04	-0,32	-0,33

Fontes: IBGE e BC

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

As projeções mensais de curto prazo indicam diminuição da inflação acumulada em doze meses, que ainda continuará acima da meta de inflação (Tabela 2.1.2). Os preços da alimentação no domicílio devem apresentar variações mais elevadas até março, seguindo a sazonalidade menos favorável de alimentos in natura. Preços de alimentos industrializados, menos voláteis, devem seguir a tendência recente de variações mais moderadas. As projeções de curto prazo incorporam apenas parcialmente o risco de alta mais forte nos preços do boi gordo e da carne bovina. A inflação de bens industriais deve ser mais elevada em dezembro, com reversão dos descontos associados ao período da *Black Friday* no mês anterior. Na série livre de efeitos sazonais, no entanto, os preços de bens industriais ao consumidor devem seguir com variações reduzidas, ainda sob influência dos movimentos da taxa de câmbio e dos preços ao produtor. No segmento de serviços, os preços devem apresentar altas mais fortes até março, em função dos reajustes anuais de mensalidades escolares e da sazonalidade menos favorável do período. As medidas da inflação subjacente dos preços de serviços devem continuar pressionadas, projeção consistente com o alto grau de inércia dos preços do segmento e com o mercado de trabalho ainda aquecido. Entre os preços administrados, as tarifas de energia elétrica devem recuar com a transição da bandeira tarifária de energia de vermelha 1 para verde. Por outro lado, a alta do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) sobre combustíveis em janeiro e os reajustes de concessionárias de serviços públicos devem pressionar os preços do segmento no período. Nesse contexto, a média dos núcleos de inflação deve se manter acima da meta de inflação na série dessazonalizada e anualizada.

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

Variação %

	2025	2026		
	Dez	Jan	Fev	Mar
Variação mensal	0,41	0,42	0,60	0,29
Variação trimestral	0,68	1,01	1,44	1,32
Variação em 12 meses	4,35	4,62	3,89	3,61

Fontes: IBGE e BC

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

2.2 Projeções condicionais

Determinantes da inflação e condicionamentos[39]

Na comparação com o RPM anterior, a trajetória considerada para a taxa Selic no cenário de referência manteve-se estável até o final de 2027, recuando a partir de então. No ciclo de aperto monetário entre as

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

reuniões de setembro de 2024 e junho de 2025, a taxa Selic foi elevada de 10,50% para 15,00% a.a., patamar em que se encontra desde então. Na trajetória Focus considerada, a taxa Selic se mantém em 15,00% até o fim de 2025 (Gráfico 2.2.1). A taxa retoma trajetória descendente na segunda reunião de 2026, caindo 0,50 p.p. por reunião até setembro, estabilizando em 12,5% em novembro e terminando o ano com uma queda adicional de 0,25 p.p. em comparação ao RPM anterior, de forma que a taxa no final do ano passou de 12,38% para 12,25%. Para 2027, o nível esperado para a Selic no final do ano foi mantido, embora ao longo do ano a curva seja um pouco mais baixa. Para o final de 2028, a taxa considerada foi reduzida de 10,00% para 9,50%.

As expectativas de inflação reduziram-se para os próximos anos, mas mantendo ainda distanciamento em relação à meta para a inflação. A mediana das expectativas da pesquisa Focus, quando comparada com a do Relatório anterior, reduziu-se de 4,83% para 4,40% para 2025, de 4,30% para 4,16% para 2026 e de 3,90% para 3,80% para 2027. Portanto, a diferença em relação à meta de 3,00% se reduziu para esses anos. Nos cenários analisados, além da trajetória das expectativas de inflação advindas da pesquisa Focus, o Copom considera ainda outras fontes, podendo envolver expectativas extraídas de instrumentos financeiros, expectativas geradas endogenamente utilizando os modelos disponíveis ou ainda expectativas de outras sondagens, como a pesquisa Firmus[40].

A trajetória da taxa Selic real *ex-ante* ficou bastante próxima à do RPM anterior. 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, oscilou ligeiramente em relação à do RPM anterior (Gráfico 2.2.2). Entre os finais de 2025 e 2026, há uma pequena elevação da taxa real, em função, principalmente, da redução das expectativas de inflação. Já a partir do segundo semestre de 2027, ocorre pequena redução devido à queda da taxa Selic nominal em 2028. De forma geral, a Selic real *ex-ante* inicia trajetória ascendente no segundo trimestre de 2024, alcança o pico de 9,6% no terceiro trimestre de 2025, e depois entra em trajetória de queda, alcançando 6,0% no final do horizonte, contra 6,2% no RPM anterior.

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

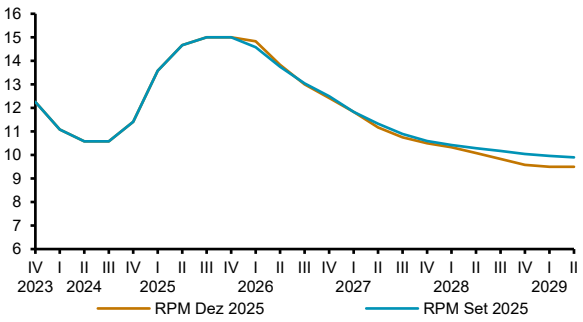
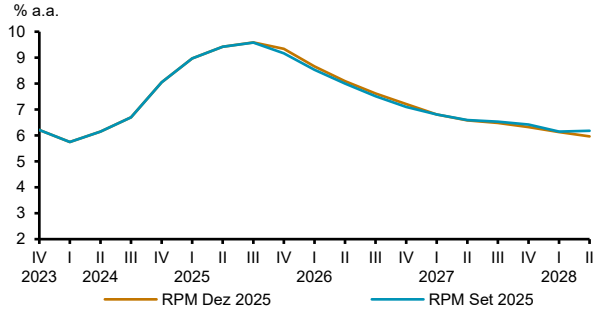


Gráfico 2.2.2 – Selic real acum. quatro trimestres à frente
Médias trimestrais
% a.a.



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.

O real se apreciou um pouco no trimestre, refletindo fatores externos e internos. O valor do dólar em nível global tem oscilado, mas o movimento mais recente foi de ligeira recuperação. Internamente, a percepção dos agentes sobre o cenário fiscal segue impactando os preços de ativos domésticos, mas o diferencial de taxa de juros tem contribuído para a apreciação da moeda nacional. Nas projeções de inflação do cenário de referência, a taxa de câmbio parte de R$5,35/US$, valor 0,9% menor do que o considerado no RPM anterior, de R$5,40/US$, e segue trajetória de acordo com a PPC (Gráfico 2.2.3). As médias consideradas da taxa de câmbio nos últimos trimestres de 2025, 2026 e 2027 são de R$5,36/US$, R$5,40/US$ e R$5,45/US$, respectivamente.

O preço do petróleo reduziu-se, embora com alguma volatilidade. Como destacado no apêndice metodológico deste capítulo, a governança das projeções do cenário de referência é usar, como ponto de partida do preço do petróleo, o valor em torno da média dos preços vigentes no período de dez dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom. Utilizando esse procedimento, na

40/ 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.

trajetória considerada, o preço do petróleo médio do tipo *Brent* para o quarto trimestre de 2025 é US$63,55, valor 4,9% inferior ao do RPM anterior, caindo para US$62,11 no terceiro trimestre de 2026 e depois crescendo a 2% a.a. (Gráfico 2.2.4). Anúncio da reversão de cortes voluntários da Opep+, por um lado, e as sanções à Rússia, por outro, fizeram com que os preços tenham oscilado desde o RPM anterior, terminando em queda ao final do período. Os preços de *commodities*, medidos pelo IC-Br em dólares, reduziram-se desde o RPM anterior. A queda em agropecuárias, por conta de seu peso, mais do que compensou o aumento em metálicas e energéticas observado no índice.

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

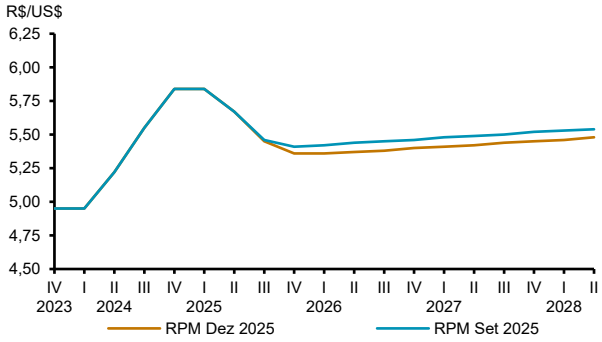
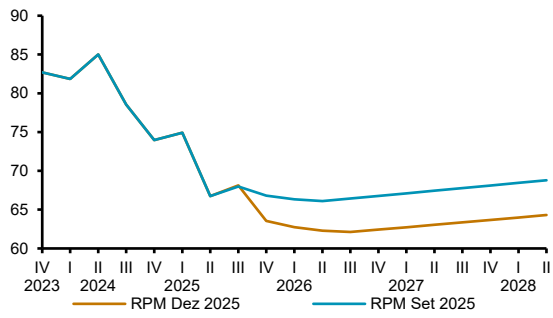


Gráfico 2.2.4 – Preço do petróleo Brent
Médias trimestrais



Fontes: Bloomberg e BC

A taxa de juros real neutra considerada para as projeções do cenário de referência é 5,00%. Por ser uma variável não observável sujeita a elevada incerteza na sua mensuração, o BC utiliza várias metodologias para a estimação da taxa neutra.[41] No processo de análise e decisão, são também considerados cenários alternativos de inflação com diferentes valores para a taxa neutra.

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

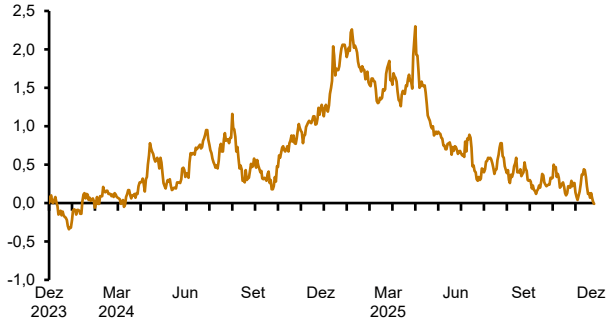
O cenário hídrico piorou em relação ao RPM anterior, levando ao acionamento de bandeiras mais caras e revisão da previsão para o curto prazo. Após início de ano favorável, houve piora no cenário hidrológico desde o RPM de março, com o nível de reservatórios se mantendo, em alguns meses, abaixo do observado em 2024. Em 2025, depois de bandeira verde vigente até abril, foram acionadas bandeira amarela para maio, vermelha 1 para junho e julho, vermelha 2 para agosto e setembro, vermelha 1 para outubro e novembro e amarela em dezembro. O RPM anterior considerava bandeira amarela em novembro e verde em dezembro de 2025. No cenário, considera-se a mesma sequência de bandeiras de 2025 para os meses finais de trimestre em 2026 e 2027. A hipótese de sequência de bandeiras "neutra" do ponto de vista das projeções interanuais garante que as projeções de médio prazo, especialmente para o horizonte relevante, não sejam afetadas por esse fator incerto e específico.

As condições financeiras ficaram menos restritivas desde o RPM anterior, refletindo principalmente os grupos mercado de capitais, juros Brasil e petróleo. Como medido pelo Indicador de Condições Financeiras (ICF), calculado pelo BC, as condições financeiras chegaram no início de dezembro em níveis ligeiramente menos

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

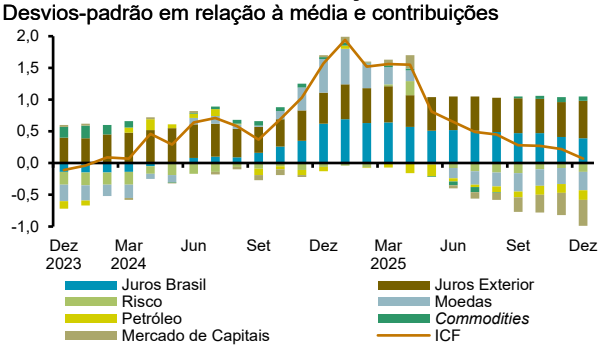
restritivos do que os de setembro (Gráficos 2.2.5 e 2.2.6).[42] A redução do ICF desde o RPM anterior decorreu principalmente da valorização das bolsas de valores doméstica e externas, redução dos juros futuros domésticos, e diminuição do preço do petróleo.[43]

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



Nota: Quanto maior o valor do indicador, mais restritivas são as condições financeiras. Dados do gráfico: 01.12.2023–5.12.2025.

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 dezembro/2025 refere-se à média até o dia 5.

O crescimento do PIB diminuiu no terceiro trimestre, após crescimento significativo no início do ano. O PIB, ajustado sazonalmente, cresceu 0,1% no terceiro trimestre de 2025 na comparação com o trimestre anterior, após elevações de 1,5% no primeiro trimestre e 0,3% no segundo. Os setores de serviços, indústria e agropecuária cresceram 0,1%, 0,8% e 0,4%, respectivamente. Na mesma base de comparação, o consumo das famílias variou 0,1%, desacelerando em relação aos dois trimestres anteriores. Já a FBCF subiu 0,9%, após queda no trimestre anterior, mas com influência da importação de uma plataforma de petróleo. Para 2025, a projeção de crescimento do PIB subiu para 2,3%, em grande parte devido à revisão dos dados das Contas Nacionais trimestrais, divulgada pelo IBGE, que elevou o nível do PIB no primeiro semestre de 2025.[44] A projeção de 2026 elevou-se para 1,6%, ante 1,5% no RPM anterior, já incorporando, entre outros fatores, estimativa preliminar do impacto da medida de ampliação da isenção do imposto de renda.

Os indicadores de mercado de trabalho e de utilização da capacidade instalada apresentaram sinais mistos. A taxa de desocupação ficou estável ao redor da mínima histórica, em 5,8% no trimestre encerrado em outubro (ajustado sazonalmente). Por outro lado, as contratações líquidas medidas pelo Novo Caged caíram para cerca de 83 mil empregos na média mensal entre agosto e outubro, patamar ainda historicamente elevado, ante média de 113 mil no trimestre anterior (dados ajustados sazonalmente). Já o nível de utilização da capacidade instalada (Nuci), calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) com ajuste sazonal, caiu, de 82,6% em agosto para 79,7% em novembro.

O radar do mercado de trabalho continua mostrando aquecimento. Essa medida considera informações históricas de uma série de indicadores de mercado de trabalho até outubro de 2025 (Gráfico 2.2.7). A maioria das variáveis encontra-se nos dois quartis mais elevados, isto é, estão acima da mediana histórica. Na comparação de outubro de 2025 com julho de 2025, as medidas de rendimento apontam direções contrárias quanto ao aquecimento do mercado de trabalho. Enquanto o crescimento do rendimento médio real da PNAD permanece estável e o reajuste real das negociações coletivas indica maior aquecimento, o rendimento médio real da indústria de transformação e a razão entre o salário de admissão e de desligamentos indicam menor aquecimento. Por outro lado, as medidas de emprego, com exceção da taxa de desocupação, que atingiu o mínimo histórico, apontam um menor aquecimento no mercado de trabalho em outubro de 2025 quando

42/ Notar que o Relatório anterior utilizou dados do ICF até 12.9.2025 e o atual até 5.12.2025. 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 Relatório de Inflação 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 Relatório de Inflação de dezembro de 2022.

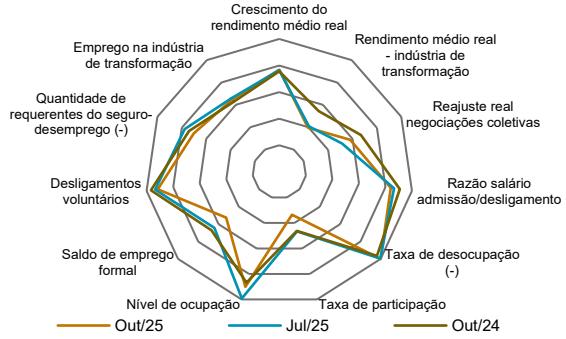
43/ Ressalta-se que o ICF reflete uma série de elementos, não devendo ser interpretado como indicador de estímulo ou aperto monetário. Além disso, a relação do indicador com a inflação é ambígua, pois alguns dos seus componentes têm geralmente relação positiva com inflação e negativa com atividade, como 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.

44/ Ver o boxe Projeções para a evolução do PIB em 2025 e 2026, deste RPM.

comparado com julho de 2025. No comparativo com doze meses atrás, a maioria dos indicadores apontam um menor aquecimento do mercado de trabalho em relação a outubro de 2024.

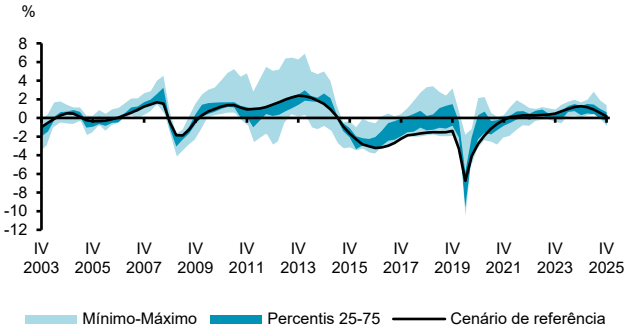
O hiato do produto continua em níveis positivos, pressionando a inflação, mas a projeção é de queda ao longo dos próximos trimestres. O hiato do produto estimado para o terceiro e o quarto trimestres de 2025 é de 0,5% e 0,2%, respectivamente (Gráfico 2.2.8).[45] Valores positivos e decrescentes para o hiato são consistentes com a pressão inflacionária observada recentemente. Entretanto, antecipa-se uma redução do hiato para valores negativos ao longo dos próximos trimestres, atingindo -0,4% no segundo trimestre de 2027, ligeiramente superior à projeção de -0,5% para o primeiro trimestre de 2027 reportada no RPM de setembro. As condições monetárias restritivas desempenham papel fundamental nesse movimento. Como tem sido ressaltado nas edições deste Relatório trimestral, o hiato apresentado neste capítulo incorpora informações de diferentes metodologias e julgamento do Copom. Ressalta-se ainda que, em virtude da elevada incerteza existente nas estimativas do hiato do produto, o Copom avalia projeções com diferentes estimativas e cenários para essa variável.

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: 2003T4–2025T4.

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;[46] e iv. avaliação sobre o estado e perspectivas da economia.[47]

Nas projeções do cenário de referência, a inflação segue em movimento de queda, mas permanece acima da meta até o final de 2027. Nesse cenário, que utiliza taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio seguindo a PPC, após permanecer na faixa de 5,2%-5,5% nos três primeiros trimestres de 2025, a inflação acumulada em quatro trimestres cai para 4,4% no final do ano, 3,5% em 2026 e 3,0% no último período considerado, referente ao segundo trimestre de 2028 (Tabela 2.2.1). No horizonte relevante de política monetária, ou seja, o segundo trimestre de 2027, a inflação projetada é 3,2%. A partir de intervalos de probabilidade construídos ao redor do cenário de referência (Gráfico 2.2.9), estima-se que a probabilidade de a inflação ultrapassar o intervalo de tolerância no último trimestre de 2026 caiu de 26% para 23% no caso do limite superior e subiu

45/ Para o quarto trimestre de 2025, utilizaram-se projeções das variáveis de atividade quando os dados não estavam disponíveis.
46/ Para detalhes sobre os procedimentos utilizados na construção dos condicionamentos da Selic, câmbio e preço do petróleo, ver o Apêndice metodológico deste capítulo.
47/ Ver o boxe Sistema de análise e projeções do BC, do RI de março de 2023.

de 6% para 7% no caso do limite inferior (Tabela 2.2.2), em função da redução na projeção de inflação para esse ano em relação ao RPM anterior.[48]

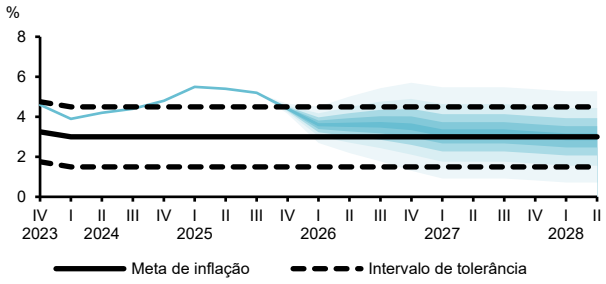
Tabela 2.2.1 – Projeções de inflação – Cenário de referência
Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

%

	2024	2025				2026				2027				2028	
Índice de preços	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
IPCA	4,8	5,5	5,4	5,2	4,4	3,6	3,6	3,6	3,5	3,2	3,2	3,2	3,1	3,0	3,0
Diferença Rel. anterior (p.p.)	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[-0,1]	[-0,4]	[-0,4]	[-0,5]	[-0,4]	[-0,1]	[-0,2]	[-0,2]	[-0,1]	[-0,1]	[-0,1]	-
IPCA Livres	4,9	5,6	5,4	5,2	4,0	3,5	3,4	3,6	3,6	3,3	3,2	3,1	3,1	3,0	3,0
Diferença Rel. anterior (p.p.)	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[-0,2]	[-1,0]	[-0,8]	[-0,8]	[-0,5]	[0,1]	[0,0]	[0,0]	[-0,1]	[0,0]	[0,0]	-
IPCA Administrados	4,7	5,1	5,2	5,1	5,3	4,1	4,1	3,7	3,2	3,1	3,4	3,2	3,2	3,1	3,0
Diferença Rel. anterior (p.p.)	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[0,1]	[1,0]	[0,7]	[0,3]	[0,0]	[-0,6]	[-0,7]	[-0,3]	[-0,4]	[-0,4]	[-0,3]	-

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
2025	1,50	0	4,50	26
2026	1,50	7	4,50	23
2027	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).

Na comparação com o RPM anterior, as projeções de inflação caíram. No horizonte relevante de política monetária, considerado como sendo o segundo trimestre de 2027, a projeção reduziu-se em 0,2 p.p. Entre os fatores que contribuem para a queda das projeções, destacam-se o comportamento mais favorável da inflação de curto prazo, a melhora das expectativas de inflação e a queda no preço de combustíveis associada a dólar e petróleo mais baratos. Por outro lado, contribuiu para cima uma projeção ligeiramente mais alta do hiato. Na comparação com a reunião do Copom em novembro (274ª reunião), as projeções de inflação nesse horizonte tiveram leve redução, de 0,1 p.p. (ver Ata da 274ª 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.

48/ Note que, com a implementação da nova sistemática de "meta contínua", vigente desde janeiro deste ano, 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.

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 (275ª reunião), o Copom ressaltou que os riscos para a inflação, tanto de alta quanto de baixa, seguem mais elevados do que o usual. 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. As expectativas de inflação na pesquisa Focus para prazos mais longos, embora tenham se reduzido desde o último RPM, ainda se mantêm em valores acima da meta de 3,00%. Na comparação com o RPM anterior, para 2026, a mediana passou de 4,30% para 4,16%; para 2027, de 3,90% para 3,80%; e para 2028, reduziu de 3,70% para 3,50%. A manutenção da desancoragem por período mais prolongado teria consequências sobre a credibilidade do sistema de metas, tendendo a tornar as expectativas mais sensíveis a choques de curto prazo, a pressionar a dinâmica de preços e salários e a aumentar o repasse cambial para preços.

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

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

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

No cenário internacional, as incertezas e decisões relacionadas à política tarifária comercial dos EUA têm causado volatilidade nos mercados. Além disso, permanecem incertezas sobre a política fiscal e os efeitos econômicos das restrições sobre a oferta de trabalho. Esse quadro tem aumentado as incertezas sobre o comportamento futuro da atividade econômica e da inflação nos EUA e, 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.

Riscos para inflação abaixo do cenário de referência:

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

O conjunto dos indicadores de atividade econômica e do mercado de trabalho segue apresentando, conforme esperado, certa moderação no crescimento, mas o mercado de trabalho ainda mostra resiliência. 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.

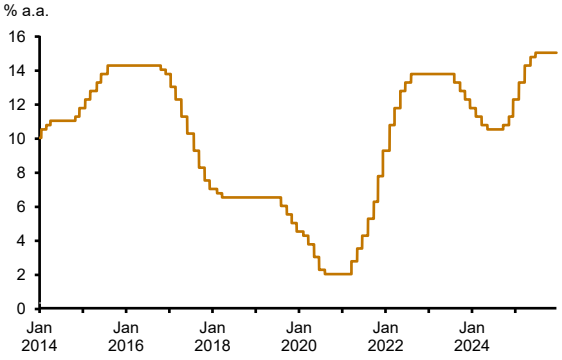
iii. redução nos preços das *commodities* com efeitos desinflacionários

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, o Copom elevou a taxa Selic em 0,25 p.p., para 15,00%, ressaltando que assegurar a convergência da inflação à meta em ambiente de expectativas desancoradas exige uma política monetária em patamar significativamente contracionista por período bastante prolongado. O Comitê ressaltou que o cenário seguia sendo marcado por expectativas desancoradas, projeções de inflação elevadas, resiliência na atividade econômica e pressões no mercado de trabalho.

Gráfico 2.4.1 – Meta para a taxa Selic



Nota: Valores diários de 1.1.2014 a 12.12.2025.

O Copom também destacou que, em se confirmando o cenário esperado, antecipava uma interrupção no ciclo de alta de juros. O objetivo era examinar os impactos acumulados do ajuste já realizado, ainda por serem observados, e então avaliar se o nível corrente da taxa de juros, considerando a sua manutenção por período bastante prolongado, era suficiente para assegurar a convergência da inflação à meta. O Comitê enfatizou que seguiria vigilante, que os passos futuros da política monetária poderiam ser ajustados e que não hesitaria em prosseguir no ciclo de ajuste caso julgasse apropriado.

Na reunião de julho, destacando novamente que assegurar a convergência da inflação à meta em ambiente de expectativas desancoradas exige uma política monetária em patamar significativamente contracionista por período bastante prolongado, o Copom manteve a taxa Selic em 15,00%. O Comitê continuou a ressaltar que o cenário seguia sendo marcado por expectativas desancoradas, projeções de inflação elevadas, resiliência na atividade econômica e pressões no mercado de trabalho.

Naquele momento, o Comitê voltou a enfatizar que, em se confirmando o cenário esperado, antecipava uma continuação na interrupção no ciclo de alta de juros para examinar os impactos acumulados do ajuste realizado, ainda por serem observados, e então avaliar se o nível corrente da taxa de juros, considerando a sua manutenção por período bastante prolongado, seria suficiente para assegurar a convergência da inflação à meta. O Comitê ressaltou que seguiria vigilante, que os passos futuros da política monetária poderiam ser ajustados e que não hesitaria em retomar o ciclo de ajuste caso julgasse apropriado.

Na reunião de setembro, o Comitê manteve a taxa Selic em 15,00%, ressaltando que, para assegurar a convergência da inflação à meta em ambiente de expectativas desancoradas, exigia-se uma política monetária em patamar significativamente contracionista por período bastante prolongado. O Comitê enfatizou que o cenário seguia marcado por expectativas desancoradas, projeções de inflação elevadas, resiliência na atividade econômica e pressões no mercado de trabalho.

Na reunião mais recente, em dezembro, o Comitê manteve a taxa Selic em 15,00% e enfatizou que a essa decisão é compatível com a estratégia de convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante. O cenário atual, marcado por elevada incerteza, exige cautela na condução da política monetária. O cenário segue sendo marcado por expectativas desancoradas, projeções de inflação elevadas, resiliência na atividade econômica e pressões no mercado de trabalho.

O Comitê avalia que a estratégia em curso, de manutenção do nível corrente da taxa de juros por período bastante prolongado, é adequada para assegurar a convergência da inflação à meta e enfatiza que seguirá vigilante. O Comitê enfatiza que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados e que, como usual, não hesitará em retomar o ciclo de ajuste caso julgue apropriado.

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[49]. 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.

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

Tópicos especiais de previsão de inflação com aprendizado de máquina

Este boxe apresenta uma discussão metodológica sobre o uso de técnicas de aprendizado de máquina (ML) na previsão da inflação brasileira no Banco Central do Brasil (BC), destacando sua capacidade de lidar com bases de dados extensas, não linearidades e informações irrelevantes. Com base em Araujo e Gaglianone (2023), o estudo amplia o horizonte de previsão para até 24 meses, atualiza a base de dados macroeconômica e financeira e utiliza o algoritmo EM para tratar dados faltantes. São empregados diversos métodos de ML e modelos econométricos tradicionais, combinados de forma a minimizar o erro quadrático médio em exercícios pseudo fora da amostra. Os resultados mostram que as previsões com ML são competitivas em relação às expectativas do Focus, especialmente nos curto e médio prazos, e que a combinação de modelos e a inclusão da inflação implícita aumentam o poder preditivo, reforçando a utilidade desse arcabouço no monitoramento e na análise prospectiva da inflação no Brasil.

Previsões de inflação são essenciais para decisões econômicas, e particularmente desafiadoras em economias emergentes. Neste contexto, métodos de aprendizado de máquina (*machine learning*, ML) oferecem uma alternativa promissora por capturarem padrões não lineares e filtrarem informações irrelevantes. Este boxe tem como objetivo apresentar uma breve discussão metodológica de tópicos especiais na implementação de previsões de inflação com técnicas de ML no BC.[1]

A metodologia baseia-se no estudo de Araujo e Gaglianone (2023), que investiga o desempenho de uma ampla gama de métodos de ML e modelos econométricos tradicionais na previsão da inflação brasileira. As principais inovações deste boxe em relação ao referido estudo são: (i) uso sistemático de um algoritmo EM (*Expectation Maximization*) para tratamento de dados recentes faltantes (*ragged edge*); (ii) revisão e atualização da base de dados macroeconômica e financeira;[2] (iii) extensão do horizonte de previsão até 24 meses à frente; e (iv) utilização de ML na construção de previsões de inflação desagregada, com foco nos três principais grupos da inflação de preços livres do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) (alimentação no domicílio, bens industriais e serviços).

Na construção da previsão de inflação com ML utilizam-se diferentes classes de modelos e métodos de previsão. Entre os métodos de aprendizado de máquina destacam-se: regressões penalizadas (*ridge*, *lasso*, *adaptive lasso* e *elastic net*), métodos baseados em árvores (*random forest*, *quantile regression forest* e *XGBoost*) e redes neurais recorrentes (RNN). Modelos econométricos tradicionais, tais como Vetor autorregressivo (VAR), modelos de fatores e curvas de Phillips, além de séries de inflação implícita e diversas combinações de modelos, também são considerados. Para maiores detalhes, vide Araujo e Gaglianone (2023).

A maior parte das previsões é construída com a abordagem *direct forecast*, na qual estima-se cada um dos modelos separadamente para cada horizonte de previsão.[3] A seleção dos melhores métodos em cada horizonte é feita com base no Erro Quadrático Médio (EQM), sendo que a trajetória final de ML é dada pela média das três melhores previsões, de acordo com um exercício recursivo de previsão pseudo fora da amostra.[4] Para horizontes superiores a 12 meses, na qual predomina a média histórica da inflação (comportamento típico de

1/ Este boxe detalha procedimentos e ferramentas de modelos satélites que integram o ciclo de análises e projeções do Copom, conforme descrito em BC (2023, p.61).
2/ Como a coleta de dados de diferentes fontes é um processo dinâmico, algumas variáveis foram acrescentadas e outras removidas da base de dados original (e.g., no caso de séries descontinuadas, que não estão mais sendo atualizadas pela fonte).
3/ Exceções são os modelos iterados do tipo VAR e ARMA, que tem uma estimação única para todos os horizontes de previsão.
4/ A previsão de inflação com técnicas de ML discutida neste boxe não usa nenhuma informação das expectativas Focus, com o objetivo de gerar uma previsão alternativa ao consenso de mercado, construída apenas com dados macroeconômicos e financeiros, e combinando métodos recentes de ML com modelos econométricos tradicionais de séries temporais.

modelos de séries temporais), utiliza-se uma combinação ponderada do tipo CLS (*Constrained Least Squares*) de métodos pré-selecionados.[5]

Neste contexto, além da previsão da inflação do IPCA, pode-se construir a previsão da inflação de preços livres do IPCA por duas abordagens: (i) diretamente, considerando esta variável como variável dependente em cada modelo; ou (ii) a partir de previsões desagregadas dos três principais grupos que constituem os preços livres, ponderando-se tais previsões pelos pesos correspondentes de cada componente na estrutura do índice.[6]

A base de dados utilizada inclui 137 séries macroeconômicas e financeiras, na frequência mensal, desde janeiro/2004 até outubro/2025,[7] além de séries de inflação implícita construídas a partir de dados de títulos públicos federais.[8] As séries são transformadas individualmente para apresentarem estacionariedade (conforme o teste KPSS), sendo os dados faltantes preenchidos via filtro de Kalman, por meio de uma versão do algoritmo EM capaz de lidar com bases de dados com centenas de variáveis.[9]

Desta forma, as principais etapas para a geração de previsões com ML envolvem:

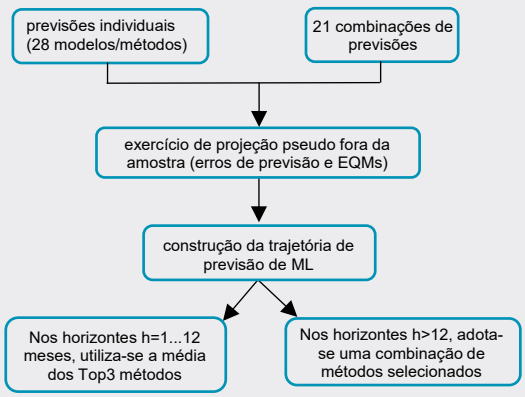
a) *Pré-processamento de dados*: com atualização da base de dados a partir de diferentes fontes, preenchimento de dados faltantes com o algoritmo EM, transformação das séries temporais para garantir estacionariedade (e.g., primeira diferença da série);

b) *Processamento/estimação de modelos*: estimação de modelos individuais e dos pesos de combinações de modelos, construção das previsões de inflação dentro e fora da amostra, para horizontes até 24 meses, cálculo dos erros de previsão e dos erros quadráticos médios em cada horizonte; e

c) *Pós-processamento dos resultados*: identificação dos melhores métodos, construção da trajetória de ML fora da amostra, cálculo das previsões de inflação acumulada em doze meses e comparação final com as respectivas medianas das expectativas do Focus.

O Gráfico 1 apresenta um fluxograma com os principais passos para a construção de uma trajetória final de previsão de inflação com ML, utilizando os 50 métodos de previsão discutidos em Araujo e Gaglianone (2023).[10]

Gráfico 1 – Exercício de Previsão de Inflação com ML



5/ Tais como: ARMA, *Random Walk* (RW-AO), *Quantile Regression Forest* (QRF), BEI (*Breakeven Inflation*) e Curva de Phillips híbrida. Vide Araujo e Gaglianone (2023) para maiores detalhes.
6/ Uma das vantagens de se construir trajetórias de inflação desagregada é a capacidade de antecipar reversões de tendência em períodos de choques específicos (como, por exemplo, em alimentos ou serviços).
7/ O conjunto de informação deste estudo considera a data-base de 28/11/2025.
8/ As inflações implícitas são construídas com a metodologia descrita em Val e Araujo (2019).
9/ Schafer (1997) propõe uma extensão do algoritmo EM para dados Gaussianos multivariados. Para maiores detalhes, vide também Little e Rubin (2002).
10/ Com exceção do Focus, que não faz parte do conjunto de métodos de previsão deste boxe. Tal fonte de expectativas é usada neste estudo apenas para fins comparativos.

Cabe ressaltar que a previsão de ML gerada conforme o fluxograma acima é condicional a um conjunto de informação disponível numa data-base específica (com séries observadas até essa data ou preenchidas via algoritmo EM) e não condicional a cenários, como ocorre geralmente em modelos macroeconômicos estruturais ou semiestruturais.[11]

A Tabela 1 apresenta as variáveis mais relevantes na previsão de inflação mensal do IPCA, identificadas conforme métodos selecionados de ML para a data-base em questão. De modo geral, os resultados mostram que, para horizontes curtos, a dinâmica inercial da inflação permanece central, com destaque para medidas defasadas de inflação, e variáveis relacionadas à atividade econômica (tais como: consumo de energia elétrica e exportações agrícolas), selecionadas de forma recorrente pelos diversos métodos de ML considerados.

À medida que o horizonte de previsão se alonga, observa-se certa diversificação do conjunto de variáveis relevantes para a previsão de inflação, com maior presença de indicadores fiscais, financeiros e do setor externo. Desta forma, a combinação entre informações inerciais da inflação, condições macroeconômicas domésticas e choques externos mostra-se relevante para explicar a trajetória da inflação nos diferentes horizontes analisados neste estudo.

Tabela 1 – Variáveis relevantes para previsão de inflação com métodos selecionados

Horizonte de previsão (meses)	Top5 variáveis de métodos selecionados de ML
1	Commodity BR, Commodity Metal BR, Núcleo IPCA DW, eletricidade comercial, PIB, juros 1ano, IPC-Fipe, IPCA difusão, IPCA, IPCA livres, juros real 1, 2 e 5 anos
2	Commodity Metal BR, Núcleo IPCA DW, eletricidade comercial, taxa de câmbio, PIB, juros 1 e 2 anos, IPC-Fipe, IPCA difusão, IPCA bens industriais, IPCA livres, juros real 1 e 2 anos, VIX
3	Commodity Agricultura BR, eletricidade comercial, exportação agricultura, PIB, importação outros, juros 1 e 2 anos, IPCA livres, juros real 2 e 5 anos, VIX
6	Eletricidade comercial, preços de exportação, INCC, prod. ind. não duráveis, juros 1, 2 e 5 anos, IPCA serviços, resultado primário/PIB, juros real 1 e 2 anos, US Treasury 3m
9	Utilização de capacidade da indústria, eletricidade total, PIB, IBC-BR, IGP-DI, IGP-M, INCC, Selic, IPC-BR, juros real 1, 2 e 5 anos
12	CRB, CRB alimentos, eletricidade comercial, PIB, IGP-10, IGP-DI, IGP-M, IPCA livres, IPCA não comercializáveis, resultado primário/PIB, juros real 1, 2 e 5 anos, depósitos de poupança, US Treasury 3m

Obs.: A lista de variáveis selecionadas em cada horizonte, considerando a data-base 28/11/2025, mostra as Top5 séries dos seguintes métodos: lasso, lasso adaptativo, ridge, elastic net, random forest, xgboost.

A Tabela 2 ilustra a seleção de métodos de previsão de inflação mensal do IPCA em determinados horizontes (h), conforme os respectivos erros quadráticos médios. Cabe destacar o bom desempenho da inflação implícita (BEI, *breakeven inflation*) escolhida como método Top1 para h=1 mês, refletindo a qualidade do seu conteúdo informacional, além da existência de inúmeras combinações de modelos e abordagens não lineares dentre os melhores modelos, em linha com os resultados de Araujo e Gaglianone (2023).

Tabela 2 – Melhores métodos de previsão da inflação do IPCA (% a.m.)

Horizonte de previsão (meses)	Top1	Top2	Top3
1	BEI	Comb2 CLS	Comb2 Adalasso
2	Comb1 Adalasso	Comb2 Adalasso	Comb2 GR
3	Comb2 Média	Comb2 Mediana	Comb1 Adalasso
6	BEI	Comb2 Média	Comb2 Mediana
9	FM3	Comb2 Média	Comb2 Mediana
12	RF	QRF	Disag RF

Obs.: As siglas indicam os métodos de previsão: BEI (Breakeven Inflation), CLS (Constrained Least Squares), Adalasso (Lasso Adaptativo), GR (Granger-Ramanathan), FM3 (Factor Model 3), RF (Random Forest), QRF (Quantile Regression Forest), Disag RF (Random Forest desagregado). Comb1 é uma combinação de previsões dos modelos 1 a 28 da Tabela 1 de Araujo e Gaglianone (2023). Comb2 é uma combinação via model confidence set de Hansen et al. (2011), usando os modelos 1 a 28 da mesma tabela. Data-base considerada: 28/11/2025.

11/ A elaboração de um cenário multivariado para previsão condicional num contexto de *big data* não é uma tarefa trivial, e tal prática geralmente produz mais ruído do que sinal em termos de ganho de acurácia, principalmente em horizontes de previsão mais longos. Além disso, o prêmio de risco, em geral, é maior para a inflação implícita em horizontes longos, além da convergência à média incondicional da inflação nos modelos de séries temporais que compõe a previsão de ML.

A Tabela 3 compara o erro quadrático médio da previsão do Focus (mediana das expectativas) com as previsões de ML, incluindo ou não a inflação implícita (BEI) no rol de previsões. Os resultados confirmam que ML é uma abordagem competitiva em termos de capacidade preditiva no curto/médio prazos. Em particular, a inclusão da inflação implícita na composição da previsão de ML aumenta substancialmente a capacidade preditiva de ML em horizontes curtos. Desta forma, o nicho da previsão de inflação mensal com ML situa-se entre 2-3 até 9-12 meses, pois horizontes muito curtos são, geralmente, dominados pela previsão de especialistas (e.g., via julgamento ou coleta direta de preços), enquanto que horizontes mais longos (e.g., acima de 1 ano) não costumam ser informativos, com previsões se aproximando da média incondicional da inflação.

Tabela 3 – Erro Quadrático Médio (EQM) na previsão da inflação do IPCA (% a.m.)

Horizonte de previsão (meses)	Focus	ML	ML (sem BEI)
1	0,115	0,116	0,293
2	0,269	0,243	0,321
3	0,342	0,330	0,359
6	0,366	0,363	0,369
9	0,374	0,370	0,370
12	0,379	0,374	0,374
18	0,385	0,402	0,411
24	0,390	0,423	0,416

Obs.: Focus indica a mediana das expectativas de inflação, ML a previsão de inflação de Machine Learning, e BEI (Breakeven Inflation, inflação implícita). Data-base considerada: 28/11/2025.

Em suma, a previsão de inflação com métodos de aprendizado de máquina permite combinar informações de uma ampla base de dados com a flexibilidade e robustez de algoritmos modernos. Os resultados deste boxe ilustram como a combinação de previsões entre modelos distintos pode contribuir para o acompanhamento da inflação no Brasil.[12]

A integração desse arcabouço no processo de elaboração de projeções do BC tem se mostrado útil no monitoramento tempestivo de pressões inflacionárias em diferentes segmentos do IPCA. Essa iniciativa reforça o contínuo esforço de aprimoramento das ferramentas quantitativas utilizadas pelo Banco Central do Brasil.

Referências

ARAUJO, G.S., GAGLIANONE, W.P. (2023). "Machine Learning Methods for Inflation Forecasting in Brazil: new contenders versus classical models". Latin American Journal of Central Banking 4(2), 100087.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2023). "Sistema de análise e projeções do BC". Relatório de Inflação, Março/2023.

HANSEN, P.R., LUNDE, A., NASON, J.M. (2011). "The Model Confidence Set". Econometrica 79(2), 453-497.

LITTLE, R.J.A., RUBIN, D.B. (2002). Statistical Analysis with Missing Data (2a Ed.).New York: Wiley.

SCHAFER, J.L. (1997). Analysis of Incomplete Multivariate Data. London: Chapman & Hall/CRC Press.

VAL, F.F., ARAUJO, G.S. (2019). "Breakeven inflation rate estimation: An alternative approach considering indexation lag and seasonality". Banco Central do Brasil. Trabalho para Discussão n. 493.

12/ As previsões de inflação discutidas neste boxe são meramente ilustrativas da metodologia proposta, e foram geradas por uma abordagem estatística e não estrutural, complementar aos demais modelos econômicos do BC.

Nota sobre o descumprimento da meta para a inflação

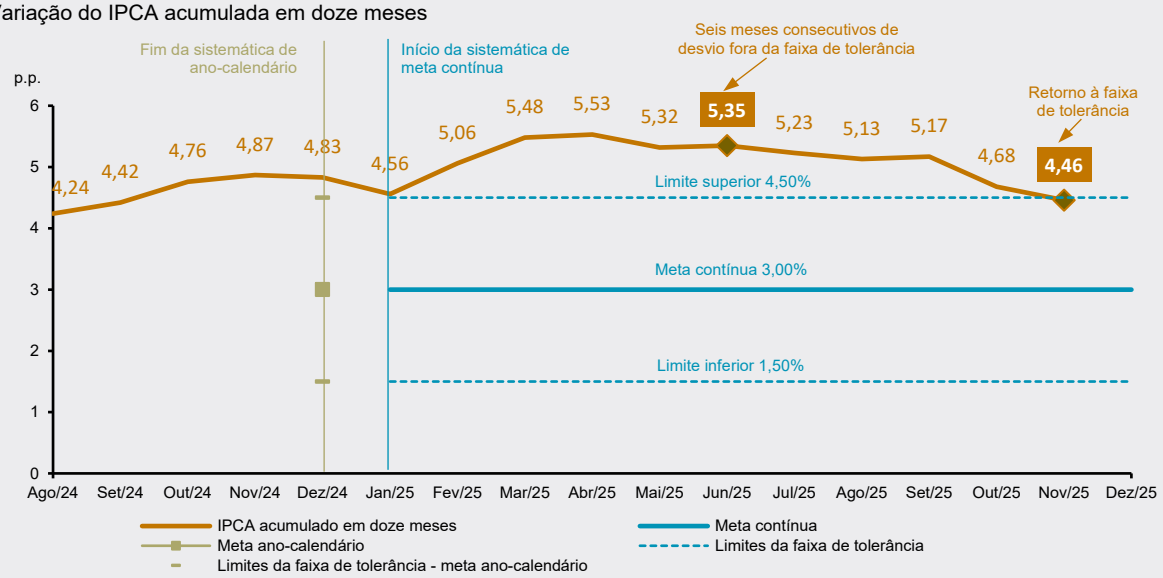
Esta nota tem por objetivo acompanhar a evolução do cenário de inflação e das medidas adotadas pelo Banco Central do Brasil (BC) para assegurar a convergência da inflação à meta. A carta aberta e a nota no Relatório de Política Monetária (RPM) são instrumentos previstos no Decreto 12.079/2024 que instituiu o sistema de metas contínuas para a inflação e devem ser divulgadas quando houver descumprimento da meta para a inflação.

Sobre o descumprimento

A meta de inflação vigente, fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) na Resolução CMN n° 5.141 de 26 de junho de 2024, é de 3,00%, com intervalo de tolerância de mais e de menos 1,50 ponto percentual (p.p.), considerando-se descumprida quando a inflação se desviar por seis meses consecutivos da faixa do intervalo de tolerância.

Em junho de 2025, a inflação acumulada em doze meses, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), atingiu 5,35% e ultrapassou o limite superior de tolerância de 4,5% para a meta de inflação. Em novembro de 2025, a inflação acumulada em doze meses atingiu 4,46% e retornou para dentro da faixa de tolerância da meta de 3,00%.

Gráfico 1 – Evolução recente do IPCA
Variação do IPCA acumulada em doze meses



Sempre que houver descumprimento, o BC divulgará publicamente as razões por meio de carta aberta[1] ao Ministro de Estado da Fazenda e nota no RPM. O BC informou anteriormente que produzirá nota trimestral no RPM não apenas quando o descumprimento é formalizado, conforme previsto no Decreto, mas manterá a nota durante o período de descumprimento da meta, como medida de reforço de transparência e prestação de contas à sociedade.

1/ Artigo 6º do Decreto nº 12.079, de 26 de junho de 2024. Ver carta aberta que formalizou o descumprimento, divulgada em 10 de julho de 2025, em https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicometas.

Dessa forma, o BC apresenta atualização da nota publicada no RPM de setembro, uma vez que houve descumprimento da meta durante parte do trimestre corrente. Esta nota mostrará em detalhes (i) a evolução do cenário prospectivo para a inflação; (ii) os efeitos das medidas tomadas para reconduzir a inflação para dentro da faixa do intervalo de tolerância da meta; e (iii) o acompanhamento da dinâmica de convergência da inflação.

Dinâmica de convergência da inflação

A inflação medida pelo IPCA permaneceu acima do limite superior da faixa de tolerância da meta de 3% até outubro e fechou novembro próximo ao limite superior. A desaceleração de preços ao consumidor é consistente com as projeções do cenário de referência divulgadas no RPM de setembro e a incerteza intrínseca em torno dessas projeções. O cenário do Copom segue sendo marcado por expectativas desancoradas, projeções de inflação elevadas, resiliência na atividade econômica e pressões no mercado de trabalho.

A moderação da demanda agregada é um elemento importante da dinâmica de convergência da inflação delineada nas projeções condicionais. Há sinais dessa moderação nas leituras recentes sobre a atividade econômica. Por exemplo, no terceiro trimestre de 2025, o consumo das famílias apresentou menor crescimento do que nos trimestres anteriores, refletindo o arrefecimento da renda disponível. Além disso, o elevado nível de endividamento e o aumento do comprometimento da renda com o serviço da dívida também podem ter contribuído para reduzir a capacidade de expansão do consumo.

O hiato do produto segue em território positivo, sugerindo utilização elevada dos fatores produtivos e contribuindo para explicar a dinâmica da inflação. O mercado de trabalho resiliente, com taxa de desocupação próxima ao mínimo histórico e crescimento real dos salários, ainda que em ritmo mais moderado que antes, indicam que a economia brasileira opera com baixa ociosidade, mesmo diante de sinais de arrefecimento. Os cenários prospectivos para a inflação projetam uma redução gradual do hiato do produto ao longo dos próximos trimestres, em linha com os efeitos defasados da política monetária e seus impactos sobre o crédito e o consumo.

Em novembro, a inflação observada na medida acumulada em doze meses fechou em 4,46%, ainda acima da meta de 3%. Nessa mesma métrica, a média dos núcleos de inflação fechou novembro em 4,72%. A dinâmica dos indicadores de inflação envolveu diferentes segmentos que compõem o IPCA, refletindo diversos fatores de pressões sobre os preços ao consumidor. Em particular, destaca-se:

- Alimentação no domicílio: apresentou recuo de 7,01% para 2,46% no período de doze meses, com contribuições importantes da apreciação cambial e da redução dos preços internacionais de algumas *commodities* agrícolas. Em 2024, a alimentação no domicílio teve inflação de 8,22%, particularmente pressionada por altas no preço de carnes;

- Bens industriais: a inflação desse grupo recuou para 2,52% nos últimos doze meses completados em novembro, mas manteve-se em patamar considerado elevado para este grupo. Em 2024, o segmento teve inflação de 2,89%. A moderação na margem contém contribuições relevantes da apreciação cambial e da redução da demanda, com recuos relevantes de preços de eletroeletrônicos e celulares;

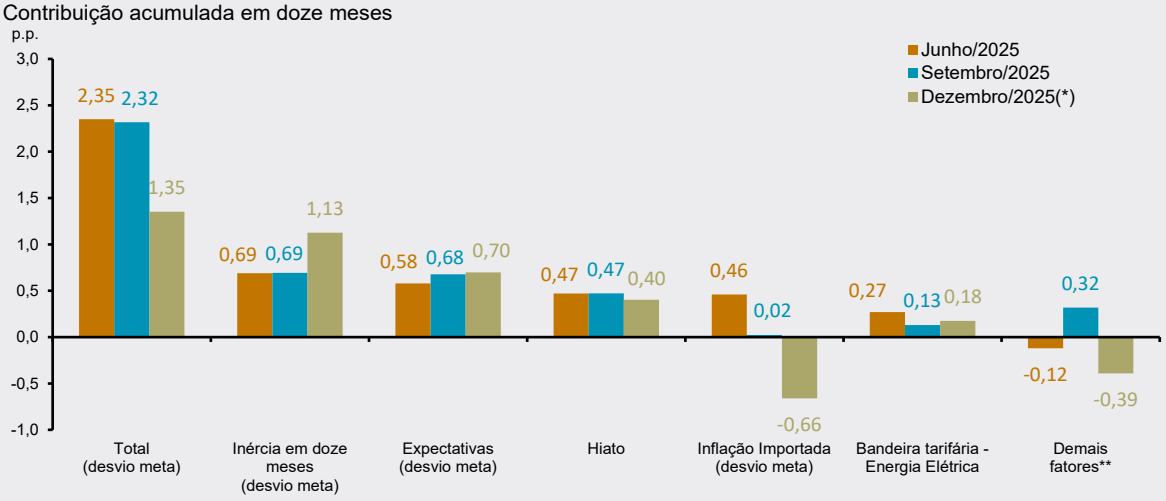
- Serviços: depois de fechar o ano de 2024 em 4,77%, a inflação de serviços tem apresentado resiliência na margem, fechando em 5,95% na medida de doze meses completada em novembro. Houve oscilação relevante para baixo em alguns grupos, como cinema, serviços bancários e seguro de automóvel, enquanto medidas de inflação que enfatizam os serviços mais intensivos em trabalho seguem pressionadas.

- Administrados: a inflação dos itens com preços administrados fechou em 5,34% no acumulado de doze meses completado em novembro. Em 2024, a inflação anual desse grupo ficou em 4,66%. A dinâmica

recente mostrou aceleração do grupo na margem, refletido a reversão do desconto associado ao bônus de Itaipu e alta moderada do preço da gasolina ao consumidor.

Projeta-se uma inflação mensal para dezembro de 0,41% a.m., o que corresponde a uma variação acumulada em doze meses projetada em 4,35% a.a. no fechamento do ano de 2025. Considerando essa projeção, é possível atualizar a decomposição do desvio do IPCA em relação à meta de 3,00%, comparando-a com os números divulgados na carta aberta de julho e no RPM de setembro. Utilizando a decomposição de fatores[2] por meio dos modelos semiestruturais, observa-se os fatores que contribuem hoje para sustentar o desvio projetado de 1,35 p.p. da inflação em relação à meta no trimestre atual. Entre os principais fatores estão a inércia inflacionária referente aos doze meses anteriores (contribuição de 1,13 p.p.), as expectativas de inflação elevadas (0,70 p.p.), o hiato do produto positivo (0,40 p.p.), a inflação importada (-0,66 p.p.), a bandeira tarifária de energia elétrica (0,18 p.p.) e demais fatores (-0,39 p.p.).

Gráfico 2 – Decomposição do desvio do IPCA em relação à meta
Contribuição acumulada em doze meses



* Dados realizados até novembro e projeção para dezembro/2025.
** Contribuição para a inflação como desvio da meta depois de excluídos os seguintes fatores: inércia associada à parcela da inflação do ano anterior que se desviou da meta; expectativas como desvio da meta; inflação importada como desvio da meta; e hiato do produto.

A dinâmica de convergência da inflação tem mostrado desaceleração de preços, embora a medida acumulada em doze meses continue acima da meta de 3%. A desinflação gradual pode ser percebida em algumas componentes da decomposição por fatores, particularmente na inflação importada. A inércia em doze meses apresenta maior contribuição atualmente porque a medida de inflação defasada em 4 trimestres aumentou na janela móvel. As projeções condicionais para a inflação nos próximos trimestres indicam que os fatores determinantes do desvio da inflação devem apresentar acomodação adicional, respondendo aos efeitos da transmissão da política monetária contracionista.

Medidas tomadas e seus efeitos sobre a inflação

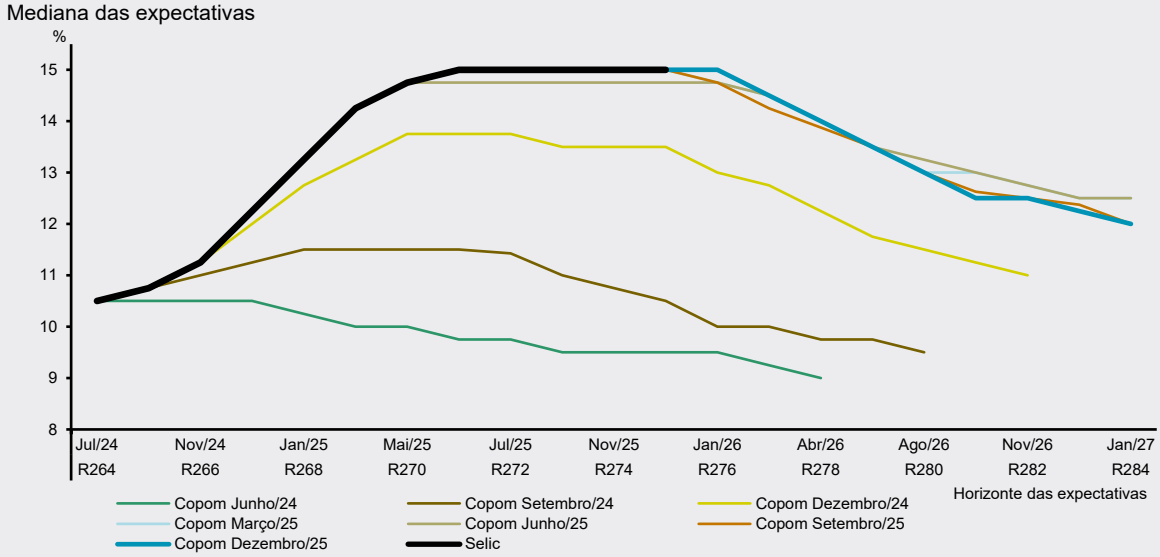
O BC tem implementado medidas para mitigar os riscos inflacionários e conduzir a inflação à meta. As decisões do Comitê de Política Monetária (Copom) têm colocado a política monetária em patamares significativamente contracionistas, sempre considerando os efeitos defasados da taxa de juros sobre a atividade econômica e a convergência da inflação à meta no horizonte relevante.

Ao longo do ano, o Comitê vem alterando sua comunicação para expressar sua percepção sobre o estágio em que a política monetária se encontra, destacando o ganho de confiança que vem se acumulando com o processo de desinflação. Em primeiro lugar, cabe ressaltar a elevação firme da taxa de juros para combater

2/ A decomposição é produzida a partir do modelo semiestrutural de pequeno porte. Para detalhes sobre procedimentos metodológicos, ver o boxe Decomposição da Inflação de 2017, do RI de março de 2018.

uma deterioração do cenário de inflação. Passado o estágio de elevação, o Comitê interrompeu para avaliar se o nível então corrente da taxa de juros seria suficiente para assegurar a convergência da inflação. O Comitê reforçou que a estratégia seria de manutenção da taxa de juros por período bastante prolongado. Num primeiro momento, debatendo se tal taxa era suficiente, depois julgando que tal taxa era suficiente, e, nesta reunião, concluindo que a estratégia em curso, de manutenção do nível corrente da taxa de juros por período bastante prolongado, é adequada para assegurar a convergência da inflação à meta.

Gráfico 3 – Evolução das Expectativas Focus para a Taxa Selic
Mediana das expectativas



Evolução dos cenários prospectivos para a inflação

O Copom avalia diversos cenários prospectivos para a inflação, que consideram trajetórias diferentes para a taxa Selic e para as expectativas de juros de mercado. Os cenários prospectivos consideram a atualização dos dados sobre a economia, análise da conjuntura e projeções de curto e médio prazo, além da avaliação do Copom sobre o estado corrente e perspectivas para a economia.

Em particular, o Copom divulga regularmente o cenário de referência como ferramenta de comunicação da política monetária. Esse cenário supõe que a taxa Selic seguirá a trajetória mediana extraída da pesquisa Focus e que a taxa de câmbio seguirá a Paridade de Poder de Compra (PPC). As projeções atualizadas para o cenário de referência foram apresentadas na seção 2.2 (Ver Tabela 2.2.1 do RPM).

O compromisso do BC é com a meta contínua de inflação de 3,00%, e suas decisões são pautadas para que este objetivo seja atingido ao longo do horizonte relevante de política monetária. O reenquadramento da inflação dentro dos limites estabelecidos para a faixa de tolerância é uma etapa natural do processo de convergência à meta. A carta aberta e a nota são elementos de comunicação previstos em lei, no contexto do arcabouço institucional para a condução da política monetária seguindo o regime de metas contínuas para a inflação. A legislação define critérios objetivos para formalizar o descumprimento da meta de inflação, bem como determina ações do BC para prestação de contas à sociedade em termos do retorno da inflação para dentro da faixa de tolerância da meta contínua. Tais elementos objetivos previstos na lei reforçam o controle da sociedade sobre o desempenho do regime de metas contínuas. Esta nota adicional aumenta a transparência e a prestação de contas.

Apêndice

Comitê de Política Monetária

Membros do Copom

Presidente
Gabriel Muricca Galípolo

Diretor
Ailton De Aquino Santos

Diretor
Diogo Abry Guillen

Diretor
Gilneu Francisco Astolfi Vivan

Diretora
Izabela Moreira Correa

Diretor
Nilton José Schneider David

Diretor
Paulo Picchetti

Diretor
Renato Dias de Brito Gomes

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