



ISSN 1517-6576

Relatório de Política Monetária

Volume 1 | Número 3 | Setembro 2025



Relatório de Política Monetária

Volume 1 | Número 3 | Junho 2025

ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Política Monetária

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

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

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

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Política Monetária, volume 1, nº 3.

Convenções estatísticas

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

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

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

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

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

Atendimento ao Cidadão

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

Institucionalidade da Política Monetária no Brasil

Arcabouço institucional

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

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

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

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

Comitê de Política Monetária – Copom

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

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

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

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



Sumário

Institucionalidade da Política Monetária no Brasil	3
Sumário executivo	6
Conjuntura econômica	8
1.1 Cenário externo	8
1.2 Conjuntura interna	16
Atividade econômica	16
Mercado de trabalho	21
Crédito	23
Fiscal	28
Contas externas	31
Preços	35
Perspectivas para a inflação	78
2.1 Revisões e projeções de curto prazo	78
2.2 Projeções condicionais	79
Determinantes da inflação e condicionamentos	79
Projeções de inflação	83
2.3 Balanço de riscos	85
2.4 Condução da política monetária	86
Apêndice metodológico	87
Boxes	
Projeções para a evolução do PIB em 2025 e 2026	41
Trocas de emprego e prêmio salarial	44
Efeitos do trabalho por aplicativos no mercado de trabalho	47
Impacto da educação e da demografia em indicadores do mercado de trabalho	53
Novo crédito consignado privado	57
Impacto na taxa de inadimplência decorrente das novas regras de contabilização de instrumentos financeiros	64
Projeção para a evolução do crédito em 2025 e 2026	67
Projeções para as contas externas em 2025 e 2026	69
Pesquisa Firmus – expectativas e percepções das empresas brasileiras	72
Tendência da inflação salarial por setores e faixas etárias	89
Medindo a comunicação de política monetária	96
Nota sobre o descumprimento da meta para a inflação	103
Apêndice	108



Sumário executivo

O ambiente externo mantém-se adverso e segue exigindo cautela por parte de países emergentes, em ambiente marcado por tensão geopolítica. O cenário se mostra incerto em função da conjuntura e da política econômica nos Estados Unidos (EUA). Consequentemente, o comportamento e a volatilidade de diferentes classes de ativos têm sido afetados, com reflexos nas condições financeiras globais.

No cenário doméstico, o conjunto de indicadores de atividade econômica aponta, conforme esperado, para certa moderação do crescimento, enquanto o mercado de trabalho ainda mostra dinamismo. O Produto interno Bruto (PIB) cresceu 0,4% no segundo trimestre de 2025, após alta de 1,3% no trimestre anterior, com diminuição da taxa de crescimento nos setores menos sensíveis ao ciclo econômico e manutenção do ritmo de crescimento nos setores mais cíclicos. Já a taxa de desocupação voltou a recuar entre abril e julho, para 5,7%, renovando o mínimo da série histórica. A projeção para o crescimento do PIB em 2025 foi revisada ligeiramente para baixo, de 2,1% para 2,0%. A projeção para 2026 é de crescimento de 1,5%.

Apesar de algum recuo desde o Relatório anterior, a inflação ao consumidor permaneceu acima da meta e as expectativas de inflação seguiram desancoradas. A inflação acumulada em doze meses, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), recuou de 5,32% em maio para 5,13% em agosto. Em relação às projeções de curto prazo apresentadas no Relatório anterior, houve uma significativa surpresa baixista (-0,59 p.p.), que refletiu principalmente a distribuição do bônus de Itaipu em mês distinto do considerado. O recuo da inflação no período também reflete moderação em alimentação no domicílio e bens industriais, em parte repercutindo a apreciação do real desde o início do ano. Por outro lado, a inflação de serviços segue pressionada, em cenário ainda caracterizado por mercado de trabalho aquecido e hiato do produto positivo.

Nas projeções do cenário de referência, a inflação se mantém acima do limite superior do intervalo de tolerância nos próximos meses e depois, mesmo seguindo movimento de queda iniciado no segundo trimestre, ainda permanece acima da meta. Nesse cenário, após permanecer na faixa de 5,3%-5,5% nos três primeiros trimestres de 2025, a inflação acumulada em quatro trimestres cai para 4,8% no final do ano, 3,6% em 2026 e 3,1% no último período considerado, referente ao primeiro trimestre de 2028. No horizonte relevante de política monetária, considerado como sendo o primeiro trimestre de 2027, a inflação projetada é 3,4%. 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 Paridade do Poder de Compra (PPC). Neste Relatório, utiliza-se o conjunto de informações disponíveis até a 273ª reunião do Copom, realizada em 16 e 17.9.2025.

Na comparação com o Relatório anterior, as projeções de inflação tiveram leve queda para 2025 e estabilidade para o horizonte relevante de política monetária. A projeção para 2025 caiu 0,1 p.p. No horizonte relevante de política monetária, considerado como sendo o primeiro trimestre de 2027, a projeção ficou estável. Entre os fatores que pressionaram a inflação para cima, destacam-se o dinamismo do mercado de trabalho, em contexto de hiato positivo, e o aumento da projeção de energia elétrica residencial, e, como fatores baixistas, destacam-se a apreciação do real e a redução das expectativas de inflação.

Em sua reunião mais recente (273ª 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 seguirá vigilante, avaliando se a manutenção do nível corrente da taxa de juros por período bastante prolongado é suficiente para assegurar a convergência da inflação à meta. O Comitê enfatiza que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados e que 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 mantém-se incerto, pois as implicações do reposicionamento das políticas comerciais globais ainda não estão plenamente compreendidas. Tampouco as adaptações consequentes estão integralmente definidas. Apesar da conclusão de acordos comerciais e da entrada em vigor das tarifas recíprocas e setoriais anunciadas pelos EUA no primeiro semestre, a incerteza permanece, e tende a permanecer elevada, bem como os índices de confiança refletem pessimismo. Ademais, esse ambiente externo incerto se consolida em um momento em que o processo de desinflação nas principais economias segue incompleto e avançando lentamente (Gráfico 1.1.1), e a atividade econômica dá sinais de desaceleração. Revisões dos indicadores do mercado de trabalho nos EUA revelaram fragilidades maiores que as estimadas até julho. Os dados até junho não indicam uma deterioração do volume de comércio internacional, mas volatilidade e perda de dinamismo. Estes fatores impactam o balanço de riscos e ampliam a incerteza sobre o cenário econômico. Por conseguinte, a calibragem das políticas monetária e fiscal busca incluir em suas funções de reação também estimativas sobre os efeitos duradouros do reposicionamento das políticas comerciais, ponderando uma melhor avaliação sobre a evolução da conjuntura.

As leituras mais recentes continuam apontando para uma convergência lenta dos indicadores de inflação nas principais economias avançadas, ainda que observemos alguma transmissão de aumentos em preços de bens importados. A inflação convergiu para a meta em algumas economias específicas, como na área do euro e no Canadá, mas mostra maior resistência no Reino Unido e sinais de reversão de tendência nos EUA. Os núcleos de inflação ainda se encontram em níveis acima da meta em muitas economias (Gráfico 1.1.2), e tiveram seu ritmo de convergência desacelerando. O bom desempenho dos mercados de trabalho contribui para a persistência dos núcleos, em especial do componente de serviços. Os primeiros sinais do impacto das tarifas nos preços de bens começam a aparecer. Entretanto, nos últimos meses, a alta da inflação de alimentos se estabilizou, aliviando a pressão altista sobre os índices cheios, enquanto os preços de energia continuaram contribuindo positivamente para a desinflação. A dinâmica futura da inflação ao consumidor está condicionada à divisão do aumento de custos associados às tarifas. Quanto menos exportadores, importadores, intermediários e finalmente varejistas acomodarem as pressões, maior será o repasse. Os sinais preliminares são mistos, com diferenças por setor e por origem, e estão distorcidos pela antecipação das importações ocorrida e a consequente estocagem precaucionária. Entretanto, a experiência histórica e as expectativas coletadas convergem para sugerir que mais efeitos das tarifas serão sentidos de forma gradual e contínua nos próximos trimestres.

Gráfico 1.1.1 – IPC – Países avançados

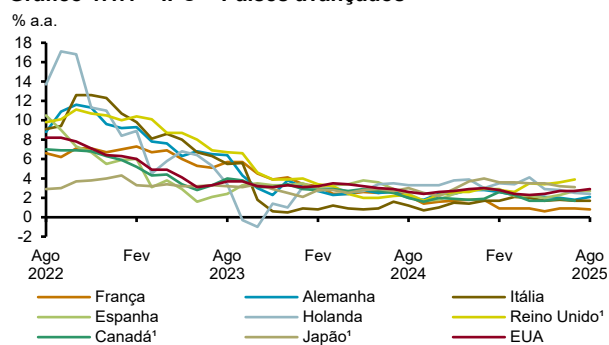
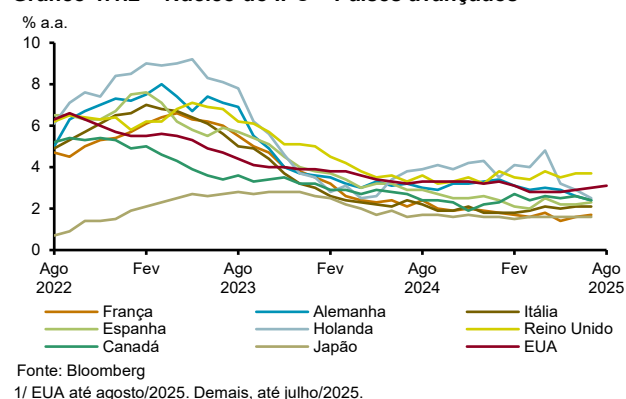


Gráfico 1.1.2 – Núcleo do IPC – Países avançados¹



Nas economias avançadas, as expectativas de inflação se moveram em direções diferentes, em parte em resposta à dinâmica recente dos preços. Nos EUA, as expectativas se elevaram para o curto prazo, com aumento moderado também no longo prazo, refletindo o impacto esperado da nova política comercial. Nos demais países, as expectativas recuaram levemente, refletindo a interpretação de que a redução do volume de comércio internacional e da atividade teria, nesses países, um impacto deflacionário. A decomposição destes impactos entre choques de oferta ou de demanda tende a variar entre países. Embora comecem a se materializar, os efeitos líquidos nos preços das tarifas, bem como sua distribuição intertemporal, permanecem sujeitos a alto grau de incerteza. Nas economias emergentes, onde a atividade econômica e o mercado de trabalho seguem aquecidos, as expectativas de inflação também se moveram em direções distintas, contrapondo América Latina com Leste Europeu e Ásia.

A atividade global continuou demonstrando resiliência até o segundo trimestre do ano, embora alguns indicadores sinalizem desaceleração gradual. Com o nível de incerteza ainda elevado (Gráfico 1.1.3), os riscos de desaceleração mais intensa aumentam. Os movimentos de antecipação às novas tarifas norte-americanas, que impulsionaram a atividade no primeiro trimestre, parecem ter se dissipado no segundo trimestre. Essa tendência continuou nos primeiros meses do terceiro trimestre. Um mercado de trabalho que, embora mais fraco, permanece relativamente equilibrado, o balanço positivo das famílias e empresas, a recomposição de renda real e o consumo das famílias continuam sustentando a atividade na margem. A manufatura, que já apresentava dificuldades para manter crescimento sustentável, torna-se um dos setores mais expostos às novas políticas comerciais, ao passo em que cresce de forma acelerada os investimentos no setor de tecnologia, com foco especialmente na área de inteligência artificial. No passado recente, o grau ainda restritivo da política monetária, dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida pública em diversas economias e a continuidade das incertezas relacionadas à política comercial dos EUA contribuíram para a moderação da atividade (Gráfico 1.1.4). No curto e médio prazos, divergências no crescimento da produtividade entre os países, tendência de aumento do endividamento e os riscos de desintegração financeira pesam e ampliam 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 – Medidas de incerteza

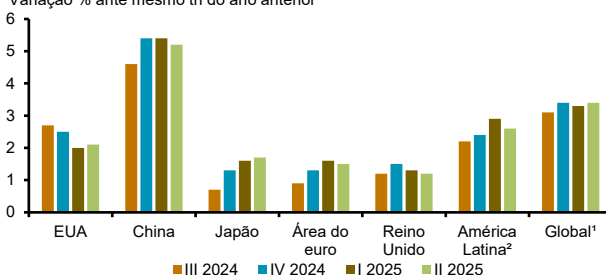
Fonte: Bloomberg

1/ Ponderado pela paridade do poder de compra (PPP). Até julho de 2025.

Gráfico 1.1.4 – Crescimento do PIB

do 3º tri de 2024 até o 2º tri de 2025

Varição % ante mesmo tri do ano anterior



Fontes: Bloomberg, BC

1/ calculado conforme descrito no Boxe "Modelo de projeções e análise macroeconômica da economia global" do RI de set/22.

2/ Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

A quase totalidade dos bancos centrais das economias avançadas continua diminuindo o grau restritivo da política monetária (Gráfico 1.1.5).

O aumento da incerteza, os riscos à atividade, sinais de menor demanda no mercado de trabalho e o grau já restritivo da política monetária justificam tais movimentos. Apesar disso, os bancos centrais reafirmam seus compromissos em promover a convergência das taxas de inflação às metas. Em contraste, as taxas de juros de longo prazo para diversas economias avançadas continuam se elevando. O aumento na inclinação das curvas de juros contrapõe-se à depreciação do dólar americano e à recuperação dos ativos de risco desde abril, incluindo ações e dívida corporativa, definindo assim, um afrouxamento das condições financeiras até meados de setembro.

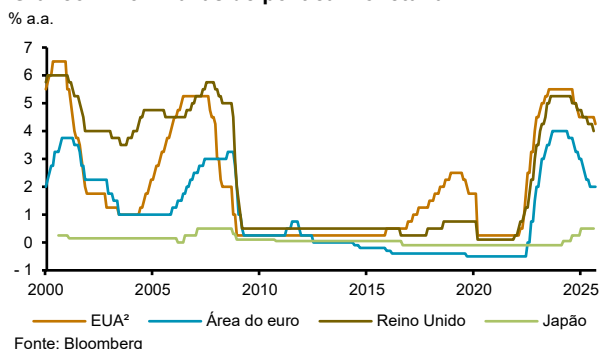
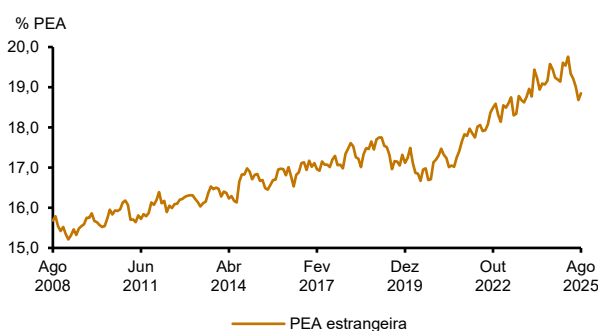
A atividade econômica dos EUA aumentou seu ritmo de crescimento no segundo trimestre após contração no primeiro trimestre no ano, influenciada principalmente pela reversão do movimento de antecipação de importações, em um cenário de elevada incerteza quanto à introdução de tarifas sobre o comércio externo.

No segundo trimestre, o PIB se elevou 3,3% em termos anualizados. Apesar da oscilação nos dois últimos trimestres, de modo geral, o quadro é de moderação da demanda doméstica. O consumo das famílias, principal componente de gastos, tem sido volátil ao longo do ano, com tendência de desaceleração. O desaquecimento do mercado de trabalho e a queda nos índices de confiança são fatores que contribuem para explicar o fenômeno. O investimento fixo acomodou no segundo trimestre de 2025, influenciado pela oscilação das importações de bens de capital. Os investimentos residenciais seguem deprimidos e a demanda por imóveis contida em virtude das taxas de juros hipotecárias próximas das máximas das últimas décadas. A elevada incerteza sobre tarifas, a permanência de condições restritivas de crédito, o esgotamento das condições de liquidez das famílias e a persistência de indicadores de confiança em níveis baixos reforçam as perspectivas de atividade econômica contida à frente.

Há evidências de acomodação no mercado de trabalho nos últimos meses, refletindo a manutenção do equilíbrio entre oferta e demanda.

O nível de contratações líquidas tem sido fraco, após revisões dos dados do início do ano e de números baixos nos últimos meses, com contratações médias de 29 mil pessoas nos últimos três meses até agosto (média total de 135 mil em 2025 e de 168 mil em 2024). A taxa de desemprego em agosto foi de 4,3%, ainda historicamente baixa e próxima da faixa de oscilação dos últimos doze meses e do nível de equilíbrio estimado. Esta taxa reflete um movimento de esfriamento da demanda por trabalhadores que ocorre ao mesmo tempo de uma contração da oferta de trabalho que tem se verificada desde o início do ano, explicada principalmente pela redução na proporção de trabalhadores estrangeiros na força de trabalho (Gráfico 1.1.6). A taxa de participação tem declinado ao longo de 2025. Os salários nominais continuam crescendo a taxas altas, com desaceleração moderada (3,7% a.a. em agosto¹), mitigados em termos reais (0,7% a.a.) pela inflação acima da meta.

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

Gráfico 1.1.5 – Taxas de política monetária¹**Gráfico 1.1.6 – EUA – PEA estrangeira, participação**

A inflação nos EUA tem acelerado dos últimos meses, no contexto de elevação de tarifas sobre importações.

A inflação ao consumidor do mês de agosto registrou alta de 2,9% a.a., enquanto o núcleo de inflação registrou avanço de 3,1%. Preços de bens, que historicamente têm apresentado inflação próxima de zero, aceleraram nos últimos meses, especialmente nos segmentos mais sensíveis à importações. Os componentes de moradias, que apresentavam percentuais de variação elevados nos últimos anos, têm apresentado taxas próximas às médias observadas antes da pandemia. Os demais componentes de serviços também têm acelerado, exercendo pressão adicional sobre os preços. Há preocupação de que novas altas de preços ocorram ao longo do ano, por conta dos efeitos de repasses aos preços dos custos associados à reacomodação de bens importados. Há evidências de que algumas empresas têm adiado o repasse e optado por redução de margens de lucros. Entretanto, o esgotamento de estoques antecipados, a maior clareza sobre as taxas de referência das tarifas e a resolução das dificuldades operacionais para aplicação pode elevar ainda mais os preços ao consumidor.

O Federal Reserve tem expressado cautela e sinalizado preocupações nos dois lados de seu mandato.

A taxa dos *Fed Funds* foi reduzida em 0,25 p.p. na reunião de setembro, para o intervalo entre 4,0%-4,25%. O *Federal Open Market Committee* (FOMC) justificou a última decisão como uma medida de gerenciamento de riscos, num cenário de maior equilíbrio entre os riscos ao mercado de trabalho e à estabilidade de preços. Novas decisões devem ser tomadas de acordo com o fluxo de dados recebidos. A estratégia de redução de seu balanço, modificada em março, tem se mantido sem alterações.

Em agosto, o Federal Reserve divulgou a revisão de seu arcabouço de política monetária.

A natureza dos choques desde 2020 e processo inflacionário recente evidenciou que o arcabouço *flexible average inflation target* (FAIT) precisava ser substituído. A atualização de 2025 visa flexibilidade frente a cenários econômicos mais variados, bem como mais objetividade sobre o balanceamento entre os objetivos no duplo mandato, especialmente no caso de eventuais conflitos. A atualização tornou-o mais simples e próximo às versões anteriores a 2020.

O crescimento do PIB da área do euro desacelerou substancialmente no segundo trimestre de 2025,

com avanço de 0,1% T/T, ante 0,6% no trimestre anterior (dados dessazonalizados). O setor externo contribuiu negativamente para a atividade econômica do bloco (-0,2 p.p.), já refletindo o impacto da introdução pelo governo dos EUA de tarifas recíprocas e sobre o setor automotivo, bem como o esgotamento do processo de antecipação de compras pelos importadores dos EUA. Com efeito, as exportações de bens e serviços da área do euro caíram 0,5% no trimestre, enquanto as importações se mantiveram estáveis. A formação bruta de capital fixo também contribuiu negativamente para a atividade no trimestre, com retração de 1,8%, revertendo a forte expansão observada no trimestre anterior. O consumo das famílias apresentou expansão modesta (+0,1%), enquanto o consumo do governo foi fundamental para evitar uma contração da atividade econômica (+0,5%). Como nos trimestres anteriores, a Espanha se destacou com o maior crescimento entre as principais economias do bloco (+0,7%), enquanto a Alemanha e a Itália registraram contração da atividade

(-0,3% e -0,1%, respectivamente). As perspectivas para a atividade econômica da região permanecem incertas em função de baixa confiança, incerteza política e falta de espaço fiscal na maioria dos países, embora o aumento da renda real, a resiliência do emprego, a expansão do crédito e o crescimento de gastos públicos em defesa e infraestrutura possam contrabalançar esses efeitos.

A inflação ao consumidor da área do euro manteve-se relativamente estável no trimestre, oscilando em torno da meta de 2% do Banco Central Europeu (BCE). As medidas de núcleo de inflação, por sua vez, mantiveram trajetória de queda gradual, aproximando-se da meta. O índice harmonizado que exclui energia e alimentos não-industrializados registrou variação de 2,3% a.a. em agosto, valor mais baixo desde outubro de 2021. A inflação de serviços também continuou exibindo queda gradual, embora ainda se encontre em patamar relativamente elevado (3,1% a.a. em agosto). A alimentação continuou pressionando a inflação cheia, enquanto os preços da energia contribuíram em sentido oposto (variação de 3,2% e -1,9% em 12 meses até agosto, respectivamente).

A taxa de depósito do BCE permaneceu estável em 2,0% no trimestre, após o último corte do ciclo de flexibilização monetária em junho de 2025. No comunicado da reunião de setembro, o BCE ressaltou que a inflação na área do euro convergiu para a meta de médio prazo de 2%. Enfatizou também que o aumento dos salários moderou nos últimos meses, conforme já era projetado pelo BCE, e que as taxas de juros estão bem posicionadas ante o cenário global de incertezas excepcionalmente elevadas. Ao mesmo tempo, o BCE reafirmou que as suas decisões continuarão dependentes da evolução dos dados econômicos e da inflação, levando em conta o balanço de riscos e a transmissão da política monetária.

No Reino Unido, a prévia do PIB do segundo trimestre indicou um crescimento de 0,3% T/T, ante 0,7% T/T no primeiro trimestre do ano. Houve crescimento em serviços e na construção civil, contraposto por queda na indústria. Em relação ao quadro inflacionário, os preços de energia continuam pressionando fortemente, com a inflação ao consumidor registrando 3,8% em julho, depois de ter fechado o segundo trimestre do ano em 3,6%. A inflação de serviços também acelerou para 5,0%, após ter recuado para 4,7% nos dois meses anteriores. O núcleo da inflação segue em alta, tendo registrado 3,8% em julho. As projeções do BoE são de alguma aceleração da inflação neste trimestre, seguida de trajetória de retorno à meta de 2,0%, a ser alcançada somente em 2027. A taxa básica de juros está em 4,00%, após 5 cortes de 0,25 p.p. entre o início do afrouxamento monetário, em agosto de 2024, e a última reunião do Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra (BoE) em agosto de 2025. Nesta ocasião, o BoE avaliou que continua sendo apropriada a remoção gradual e cautelosa do nível de restrição a política monetária.

Na China, a atividade econômica prosseguiu forte na primeira metade do ano. O PIB registrou taxa interanual de crescimento de 5,2% no segundo trimestre, após 5,4% no primeiro. A meta de crescimento do PIB estabelecida pelo Congresso Nacional do Povo para 2025, de 5,0%, provavelmente será alcançada. Pela ótica da oferta, a contribuição do setor terciário para a oferta agregada se manteve no segundo trimestre no mesmo patamar que no primeiro, ao passo que a contribuição do setor secundário observou perda de impulso, principalmente em razão do setor da construção. O valor adicionado pelo setor de incorporação imobiliária manteve taxa positiva pelo terceiro trimestre seguido, após seis trimestres de taxas negativas. Pela ótica da demanda, a contribuição do consumo das famílias para a oferta agregada se manteve no segundo trimestre no mesmo patamar que no primeiro. O aumento da contribuição do investimento compensou parcialmente a redução da demanda externa.

O crescimento econômico deve apresentar desaceleração no terceiro trimestre deste ano. Indicadores mensais de demanda interna, como as vendas no varejo e o investimento em ativo fixo desaceleraram em julho e mais ainda em agosto. Alguns dos fatores determinantes dessa desaceleração são: a dissipação parcial dos efeitos do programa de renovação de eletrodomésticos e telefones móveis, a orientação emanada pelo governo central no sentido de moderação de guerras de preços em alguns setores e o eventos climáticos relevantes. O investimento no setor imobiliário prossegue em forte contração e os preços dos imóveis prosseguem em correção. Quanto à demanda externa, as exportações continuam em expansão, compensando a elevação das tarifas de importação nos EUA com redirecionamento das vendas para outros destinos. O superávit em conta corrente de 3,2% do PIB nos últimos quatro trimestres evidencia a relevância da contribuição do setor externo

para o atingimento da meta de crescimento de 5,0% para este ano. Pela ótica da oferta, a produção industrial e o índice de atividade de serviços também perderam impulso em julho e agosto, embora persistam grupos industriais dinâmicos com elevadas taxas de crescimento. Os novos dados sugerem que a taxa de crescimento do produto interno bruto no terceiro trimestre deve vir inferior à do primeiro semestre.

O governo tem enfatizado a necessidade de regular a concorrência predatória de preços que se observa em vários setores da economia, situação que se tem denominado “*Involution*”. Órgãos do governo adotaram providências imediatas nesse sentido e o NDRC (Comissão Nacional de Desenvolvimento e Reforma) divulgou uma proposta de alteração na lei de preços, esclarecendo os padrões para a identificação de práticas desleais de preços e especificando as responsabilidades legais por violações. O governo anunciou um novo programa de subsídios aos juros pagos em empréstimos para consumo em setores selecionados, e outro em empréstimos para empresas em setores variados de serviços. Foi anunciado também um programa de subsídios para creches para crianças menores de 3 anos.

O PIB voltou a registrar crescimento nas principais economias emergentes no segundo trimestre de 2025 na comparação interanual, mas as principais fonte de riscos e incertezas persistem. Na América Latina, nas maiores economias a taxa de crescimento interanual do PIB teve comportamento díspar no período, com aceleração no Chile e no México e desaceleração no Brasil, Colômbia e Peru. Nas principais economias da região, a retomada da demanda desde 2024 segue crescente e dependente das importações de bens enquanto a oferta doméstica prossegue em ritmo mais moderado. Os principais indicadores de condições financeiras para as economias emergentes mostraram melhora em relação aos níveis médios do trimestre anterior, embora desde o início do período tenham variado pouco, apesar da volatilidade. As moedas das economias emergentes tiveram, na maioria dos países, movimento de depreciação, devolvendo parcialmente a valorização ocorrida no segundo trimestre. Medidas de apetite ao risco apresentaram relativa estabilidade, próximas dos patamares vigentes desde meados de maio.

As principais fontes de riscos e de incertezas para as economias emergentes persistiram, principalmente a continuidade das tensões comerciais globais. A demora na definição e na implementação e o nível das tarifas de importação pelos EUA manteve a incerteza elevada, afetando negativamente a confiança e dificultando decisões de investimento nas economias emergentes. A eventual imposição de novas tarifas, bem como os impactos de médio prazo das tarifas já em vigor, segue difícil de ser mensurada. Outros riscos importantes permaneceram, relacionados principalmente ao desempenho da economia chinesa e aos conflitos bélicos no mundo e seus impactos nos preços das matérias-primas.

As expectativas para inflação no final de 2025 e 2026 nas principais economias emergentes tiveram majoritariamente redução de pequena magnitude. Trajetória de inflação e de juros segue com elevada incerteza. As taxas de inflação permaneceram em níveis distintos entre as economias emergentes. Alguns importantes países na América Latina e na Europa seguem com taxas de inflação acima dos tetos das metas (Gráfico 1.1.7), tal como as expectativas para o final de 2025. Para o final de 2026, nestas regiões, as expectativas apontam, de forma geral, para taxas abaixo do teto da meta. Na Ásia as expectativas apontam para inflação dentro da meta no final deste ano e do próximo (Gráfico 1.1.8). De toda forma, a dinâmica inflacionária, assim como a das taxas básicas de juros, segue sujeita a elevada incerteza, principalmente devido aos riscos gerados pela política comercial dos EUA. O efeito líquido em cada economia vai depender da configuração final das tarifas, da dinâmica interna de cada país e dos movimentos das taxas de câmbio. As expectativas para as taxas básicas de juros apontam majoritariamente para taxas próximas das atuais ao final de 2025, e ligeiramente menores ao final do ano seguinte nas economias emergentes. Na América Latina as expectativas indicam quedas mais relevantes no Brasil e na Colômbia (Gráfico 1.1.9).

Gráfico 1.1.7 – IPC – Países emergentes

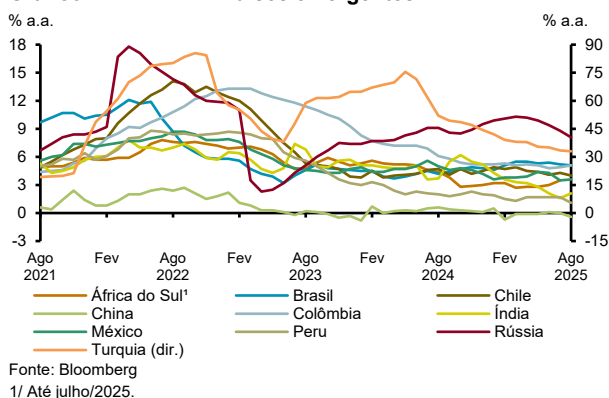
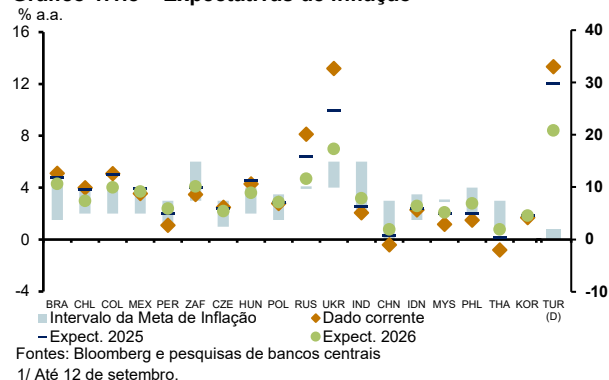


Gráfico 1.1.8 – Expectativas de inflação¹



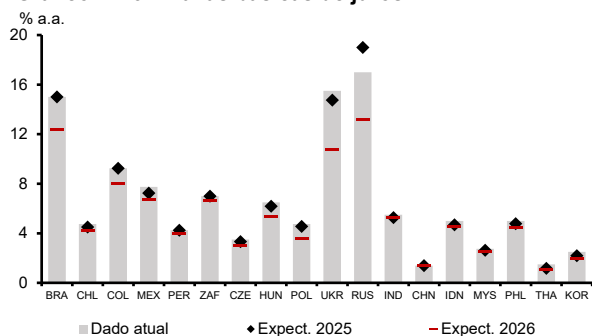
Os preços² de *commodities* energéticas apresentaram recuo no trimestre, com o arrefecimento do conflito entre Israel e Irã e com a continuidade da ampliação de oferta da Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados (OPEP+) em meio às incertezas comerciais. O petróleo apresentou recuo no terceiro trimestre, com a menor tensão entre Israel e Irã e a ampliação de oferta já esperada (Gráfico 1.1.10). Embora tenha ocorrido um arrefecimento de tensões geopolíticas, a resiliência dos dados de demanda e a continuidade do conflito entre Ucrânia e Rússia impediram um recuo mais pronunciado nos preços, em linha com as perspectivas de ampliação do excesso de oferta para os próximos trimestres. Do lado da oferta, a OPEP+ decidiu por novos aumentos de produção para agosto, setembro e outubro, ampliando as perspectivas de excesso de oferta. Apesar do aumento dos estoques a nível global, os estoques da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) ainda seguem abaixo das médias históricas. Na mesma linha do petróleo, o preço do gás natural na Europa sofreu recuo no trimestre com a continuidade da oferta e recomposição de estoques, mesmo com risco advindos de discussões de novas imposições de sanções à Rússia, o que poderia reduzir a oferta de Gás Natural Liquefeito (GNL).

As *commodities* metálicas apresentaram alta no período e têm sido influenciadas pelas perspectivas de atividade chinesa e pela continuidade das disputas comerciais. Os preços do aço e alumínio seguem impactados pela imposição de tarifas de importação pelos EUA, elevando os custos dessas *commodities* para o produtor americano e ampliando a arbitragem em relação a outras jurisdições. No caso do cobre, a isenção para cobre refinado das tarifas de 50% impostas pelo governo americano eliminou o prêmio que havia nos contratos negociados nos EUA e na Europa, em meio a corrida por aumento de estoques nos EUA. Os preços do minério de ferro na China, em que pese as incertezas sobre o crescimento do país, particularmente relacionadas às dificuldades enfrentadas pelo setor imobiliário, tem sido impulsionado por constante recuo dos estoques, planos de aumento de produção de aço e melhores perspectivas das políticas de incentivo econômico, o que levou a alta mais expressiva no período.

Os preços de *commodities* agrícolas divergiram no período em meio a continuidade da ampla oferta em soja, milho, arroz e trigo e pelos temores de restrições de oferta e demanda firme em *commodities* como café e boi gordo. A continuidade de ampla oferta em *commodities* como trigo, milho, soja e arroz mantiveram os preços contidos em que pese incertezas sobre clima durante o período. Por outro lado, o preço do café respondeu à imposição de tarifas aos produtos brasileiros, às preocupações climáticas que trouxeram incertezas sobre a safra brasileira e à demanda americana firme em meio a estoques globais historicamente baixos. Fatores como rebanho reduzido, seca e disputas tarifárias seguem pressionando os preços do boi gordo nos EUA.

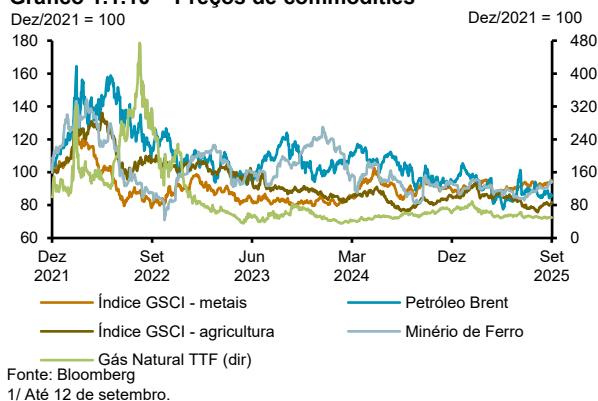
2/ Nesta seção as variações dos preços de commodities referem-se às variações entre as respectivas datas de fechamento dos Relatórios.

Gráfico 1.1.9 – Taxas básicas de juros¹



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais
1/ Até 12 de setembro.

Gráfico 1.1.10 – Preços de commodities¹



Em síntese, após um primeiro trimestre marcado por uma atividade econômica resiliente, os dados do segundo trimestre e indicadores mais recentes do terceiro trimestre apontam para uma desaceleração do crescimento. A antecipação de importações que impulsionou a atividade no primeiro semestre, aumenta a vulnerabilidade a eventuais choques negativos nos trimestres seguintes. Os níveis insistentemente elevados de incerteza, associados ao reposicionamento de políticas comerciais e à flexibilização pró-cíclica da política fiscal em economias relevantes, têm contribuído para a deterioração da confiança e das expectativas. A imposição de novas medidas comerciais pelos EUA e respostas de seus parceiros podem distorcer ainda mais os fluxos de comércio e de capitais, provocar choques de oferta e de preços e, no extremo, desorganizar as cadeias produtivas globais. Dúvidas quanto à sustentabilidade da dívida nas principais economias podem gerar reprecificação abruptas de ativos e afetar a estabilidade macrofinanceira. O aumento na inclinação das curvas de juros também pode criar vulnerabilidade adicionais afetando fluxos de capitais e gerando volatilidade cambial. Esses fatores adversos 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 negativa no balanço de riscos para a economia global. A avaliação precisa do impacto líquido desses fatores será essencial para orientar os próximos passos da política monetária, considerando-se o alto grau de incerteza quanto à implementação, os efeitos defasados da política monetária, à distribuição dos efeitos sobre demanda e oferta, e à efetividade heterogênea dos diversos canais de transmissão para a atividade e para a inflação.

Nesse cenário, a quase totalidade dos bancos centrais das principais economias segue flexibilizando a política monetária. Apesar das taxas de juros estarem, majoritariamente, em níveis contracionistas há um longo período, todos continuam atentos à dinâmica da inflação subjacente, ao nível de emprego e aos novos riscos, reforçando a necessidade de manter uma política monetária flexível e uma comunicação transparente.

1.2 Conjuntura interna

Atividade econômica

Como esperado, o crescimento econômico desacelerou no segundo trimestre de 2025, com o PIB avançando 0,4%, após alta de 1,3% no trimestre anterior. Pela ótica da oferta, houve diminuição da taxa de crescimento nos setores menos cíclicos e manutenção do ritmo de crescimento nos setores mais sensíveis ao ciclo econômico. Pela ótica da demanda, observou-se desaceleração no consumo das famílias, quedas no consumo do governo e na formação bruta de capital fixo (FBCF) e um menor dinamismo no setor externo (Tabela 1.2.1). Na comparação interanual, o PIB cresceu 2,2%, abaixo das previsões de mercado,³ mas levemente acima da expectativa do BC.

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

Discriminação					Variação %	
	2024				2025	
	I	II	III	IV	I	II
PIB a preços de mercado	0,9	1,5	0,8	0,1	1,3	0,4
PIB ex-agro a preços de mercado	0,9	1,6	0,8	0,0	0,9	0,3
Agropecuária	3,3	-0,8	1,2	-3,4	12,3	-0,1
Indústria	0,6	0,8	0,9	0,2	0,0	0,5
Extrativa	0,6	-5,4	-0,2	1,6	2,9	5,4
Transformação	1,6	2,1	1,0	0,5	-1,0	-0,5
Construção	0,9	3,1	-1,4	2,3	-0,6	-0,2
EGAER	-2,2	0,5	-1,4	-0,5	1,8	-2,7
Serviços	1,8	0,8	0,8	0,2	0,4	0,6
Comércio	3,1	1,2	0,3	0,2	0,5	0,0
Transportes	2,1	1,0	0,5	0,3	-0,5	1,0
Serviços de informação	2,8	1,5	2,4	-0,3	3,0	1,2
Intermediação financeira	0,6	1,0	1,0	-0,3	0,6	2,1
Outros serviços	2,2	0,6	1,8	-0,2	0,2	0,7
Aluguel	1,0	0,8	0,9	0,3	0,7	0,3
APU	0,6	0,5	0,4	0,0	0,5	-0,4
VAB mais cíclicos	1,7	1,5	1,1	0,1	-0,1	0,1
VAB menos cíclicos	0,8	0,3	0,6	-0,1	2,0	0,9
Consumo das famílias	2,3	1,2	1,3	-1,0	1,0	0,5
Consumo do governo	0,1	0,0	0,6	0,4	0,0	-0,6
FBCF	3,8	2,6	2,6	0,4	3,2	-2,2
Exportação	-1,0	1,3	-0,4	-1,4	3,1	0,7
Importação	3,5	8,5	1,3	0,3	5,5	-2,9
Dessazonalização pelo método indireto						
PIB a preços de mercado	1,8	0,8	0,8	0,0	1,0	0,4
PIB ex-agro a preços de mercado	1,6	0,9	0,8	0,2	0,4	0,4
VAB mais cíclicos	2,0	1,3	0,9	0,2	0,1	0,1
VAB menos cíclicos	1,0	-0,1	0,7	-0,4	2,6	0,8

Fontes: IBGE e BC

Sob a ótica da oferta, a variação do PIB no segundo trimestre refletiu leve retração na agropecuária e expansões na indústria e em serviços. O ligeiro recuo na agropecuária, de 0,1%, sucedeu alta robusta, de 12,3%, no trimestre anterior, de modo que o valor adicionado pela atividade se manteve em patamar elevado. O resultado reflete, principalmente, o crescimento anual de culturas agrícolas com safras relevantes

3/ Na data de corte do Relatório anterior, a mediana das previsões para a variação interanual do PIB no segundo trimestre, de acordo com o Relatório Focus, era de 2,4%, considerando previsões informadas nos últimos 30 dias.

no segundo trimestre, como milho, soja, arroz, algodão e café. O crescimento da indústria no trimestre, de 0,4%, foi impulsionado exclusivamente por forte expansão na indústria extrativa, especialmente na produção de petróleo e gás. Os demais segmentos industriais apresentaram retração: a construção e a indústria de transformação recuaram pelo segundo trimestre consecutivo e o segmento de eletricidade, gás, água, esgoto e gestão de resíduos (EGAER) teve queda acentuada, influenciada pela redução no consumo de energia elétrica e pelo acionamento de usinas térmicas.⁴ Por fim, o crescimento do setor de serviços, de 0,6%, superou a alta de 0,4% observada no trimestre anterior. Houve crescimento em quase todos os segmentos, exceto no comércio, que se manteve estável, e em administração, saúde e educação públicas (APU), que recuou. O desempenho do comércio refletiu a desaceleração no consumo das famílias e a queda na indústria de transformação. Os destaques positivos foram os serviços de transporte — único segmento que havia recuado no primeiro trimestre —, informação e comunicação, e intermediação financeira.

A desaceleração da atividade medida pelo PIB no segundo trimestre concentrou-se nos setores menos cíclicos da economia, enquanto os setores mais cíclicos mantiveram o ritmo que já era observado nos dois trimestres anteriores. Os setores menos sensíveis ao ciclo econômico cresceram 0,8%, após alta de 2,6% no trimestre anterior.⁵ Esse desempenho foi influenciado pelo leve recuo da agropecuária e, em sentido oposto, pelas fortes altas na indústria extrativa e em serviços de intermediação financeira. Já os setores mais cíclicos apresentaram crescimento menor, de 0,1%, próximo ao registrado nos dois trimestres anteriores (Gráfico 1.2.2). Destacam-se os recuos na indústria de transformação e na construção e a estabilidade do comércio.

Gráfico 1.2.1 – PIB – Nível

IV 2019 = 100, a.s.

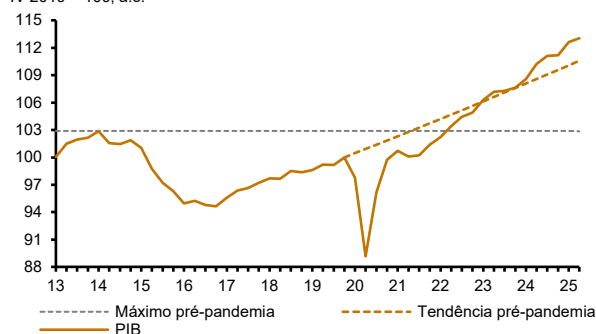
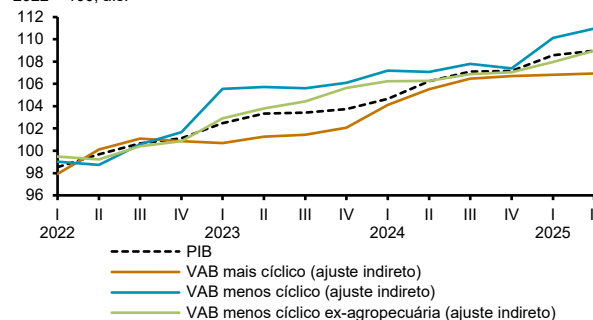


Gráfico 1.2.2 – PIB – Componentes mais cíclicos e menos cíclicos

2022 = 100, a.s.



O ajuste sazonal pelo método indireto, considerando o lado da oferta, aponta menor disparidade entre as taxas de crescimento do primeiro e segundo trimestres. Nesse método, que dessazonaliza os componentes antes da agregação, o PIB cresceu 1,0% no primeiro trimestre e 0,4% no segundo, indicando uma desaceleração menos acentuada que a observada no ajuste oficial, de 1,3% para 0,4% (Gráfico 1.2.3). Ao excluir o setor agropecuário, as diferenças se tornam mais evidentes: o PIB ex-agropecuária avançou 0,4% em ambos os trimestres pelo ajuste indireto, ante 0,9% e 0,3% no ajuste oficial (Gráfico 1.2.4). Essas discrepâncias reforçam a necessidade de cautela na análise das variações trimestrais.⁶

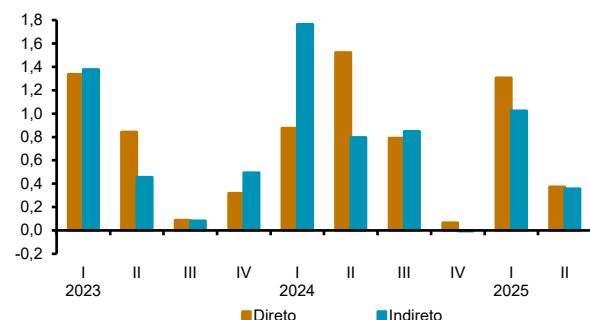
4/ Por exigirem maior consumo de insumos em comparação a outras fontes, como hidrelétricas, eólicas e fotovoltaicas, as termelétricas resultam em menor valor adicionado para um mesmo nível de produção.

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

6/ O box [Ajuste sazonal e incerteza sobre a intensidade da desaceleração do PIB no início de 2024](#) do Relatório de março de 2025 já chamava a atenção para dificuldades na avaliação de variações trimestrais no início do ano. Ver também o box [Efeitos da pandemia sobre o ajuste sazonal dos indicadores econômicos](#) do Relatório de Inflação de junho de 2021.

Gráfico 1.2.3 – PIB - ajuste direto e indireto

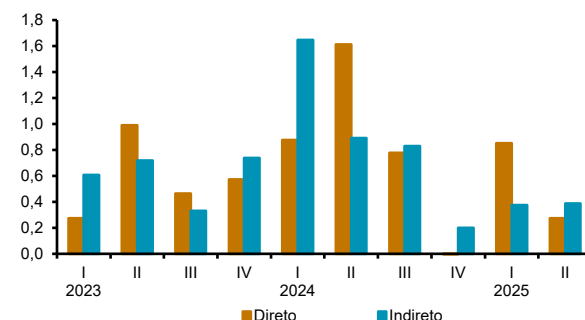
Tri / Tri-1, a.s.



Fontes: IBGE e BC

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

Tri / Tri-1, a.s.

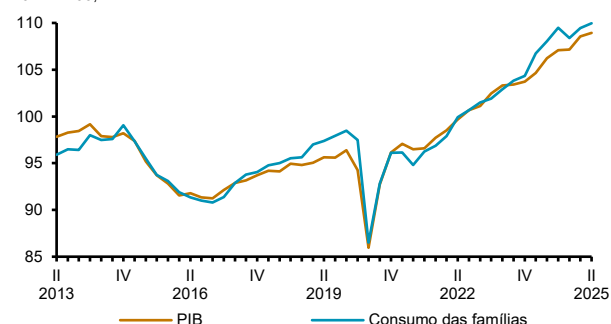


Fontes: IBGE e BC

O consumo das famílias desacelerou no segundo trimestre após forte alta no trimestre anterior. Após crescer 1,0% no primeiro trimestre, o consumo das famílias desacelerou para 0,5%, mesmo com a renda disponível das famílias tendo crescido em ritmo similar ao do trimestre anterior.⁷ Essa desaceleração parece ter sido mais concentrada no consumo de bens: indicadores de produção de bens de consumo e de vendas no comércio varejista recuaram no período, enquanto os serviços prestados às famílias apresentaram expansão moderada (Gráfico 1.2.6).⁸ Considerando os últimos três trimestres, o consumo das famílias apresentou crescimento médio de 0,1%, bem abaixo do ritmo médio de 1,6% observado nos três primeiros trimestres de 2024 (Gráfico 1.2.5).

Gráfico 1.2.5 – PIB e consumo das famílias

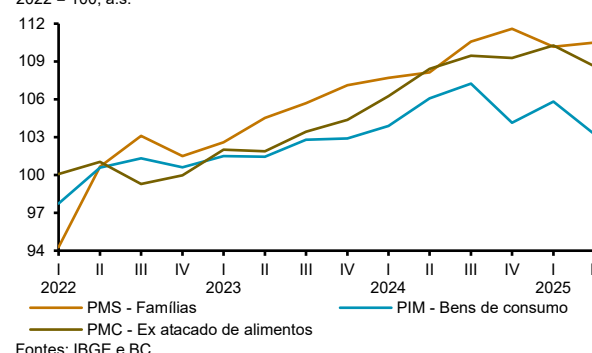
2022 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.6 – Indicadores de consumo das famílias

2022 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BC

A FBCF recuou no segundo trimestre, após uma sequência de fortes altas. O indicador registrou queda de 2,2%, após expansão de 3,2% no trimestre anterior (Gráfico 1.2.9). Esse resultado foi bastante influenciado pela queda nas importações de bens de capital, que haviam sido impulsionadas pela entrada de uma plataforma de petróleo no primeiro trimestre. A produção de bens de capital manteve-se praticamente estável (Gráfico 1.2.8), enquanto indicadores da construção, como o VAB, a produção de insumos típicos e a massa salarial, sugerem contribuição ligeiramente negativa do setor (Gráfico 1.2.7). Em sentido oposto, a receita de serviços de tecnologia da informação⁹ cresceu novamente, sugerindo uma contribuição positiva para o segmento de tecnologia da informação na FBCF, ainda que menor do que a verificada no primeiro trimestre. Como proporção do PIB, a FBCF também recuou, após avanço no trimestre anterior – movimentos influenciados pela importação da plataforma. Excluindo-se esse efeito, a razão FBCF/PIB manteve-se praticamente estável desde o terceiro trimestre de 2024 (Gráfico 1.2.10).

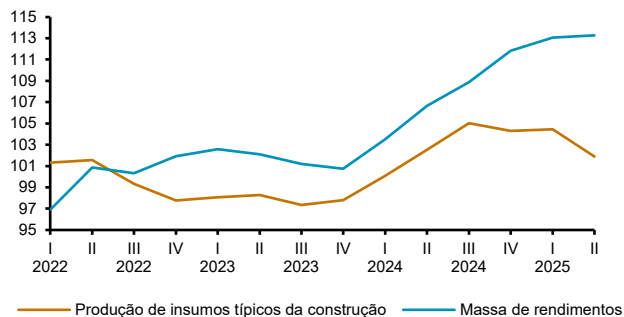
7/ Ver a próxima seção deste capítulo.

8/ Dados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM-IBGE), Pesquisa Mensal do Comércio (PMC-IBGE) e Pesquisa Mensal de Serviços (PMS-IBGE).

9/ De acordo com a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS).

Gráfico 1.2.7 – Indicadores da construção

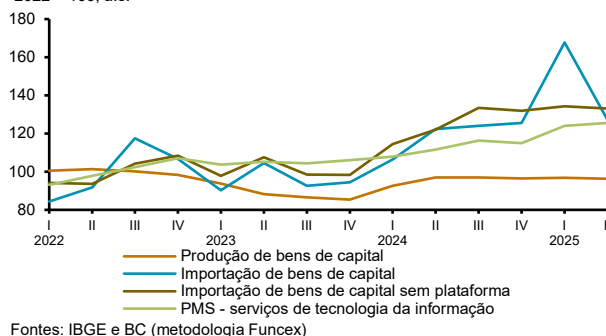
2022 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.8 – Máquinas e equipamentos e sistemas de informação

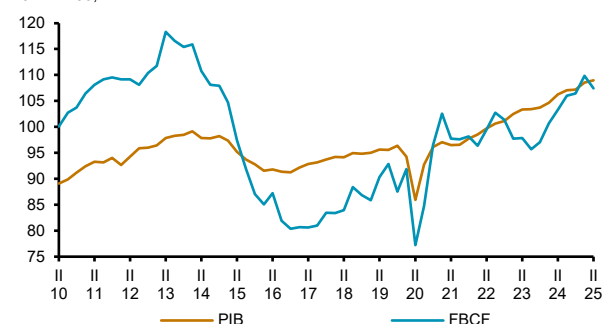
2022 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BC (metodologia Funcex)

Gráfico 1.2.9 – PIB e FBCF

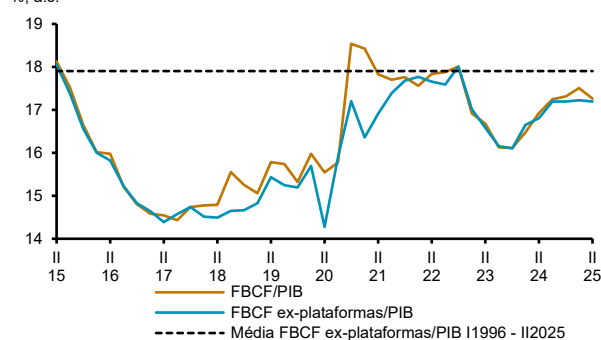
2022 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.10 – FBCF/PIB a preços correntes

%, a.s.



Fontes: IBGE e BC

Em relação aos componentes do setor externo, houve desaceleração das exportações e recuo das importações. As exportações avançaram 0,7%, após alta de 3,1% no primeiro trimestre, influenciadas pela desaceleração no embarque de produtos básicos no segundo trimestre. Os embarques de produtos semimanufaturados e manufaturados voltaram a crescer, após recuo no trimestre anterior. As importações recuaram 2,9%, revertendo a forte alta do trimestre anterior, quando houve a já mencionada importação de plataforma para exploração de petróleo.

Os dados de atividade para julho e agosto apresentaram sinais mistos, mas considerados em conjunto sugerem continuidade da tendência de moderação da atividade no terceiro trimestre. Em julho, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) recuou 0,5% e o IBC-Br ex-agropecuária teve queda de 0,4% (Gráfico 1.2.11), deixando carregamento estatístico para o terceiro trimestre de -1,1% e -0,6% respectivamente. As pesquisas setoriais registraram ligeiros recuos na indústria de transformação e no comércio restrito e alta moderada em serviços (Gráfico 1.2.12). Apenas o comércio ampliado excluindo o segmento de atacado de alimentos apresentou crescimento mais acentuado – recuperando parcialmente a queda do mês anterior. Os indicadores coincidentes disponíveis para agosto mostram sinais mistos (Tabela 1.2.2). Uma avaliação inicial, e sujeita a bastante incerteza, do IBC-Br diante dos dados de agosto já disponíveis sugere que o índice, tanto o total como sua versão ex-agropecuária, deve apresentar algum crescimento no mês, compensando parcialmente o recuo de julho.

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

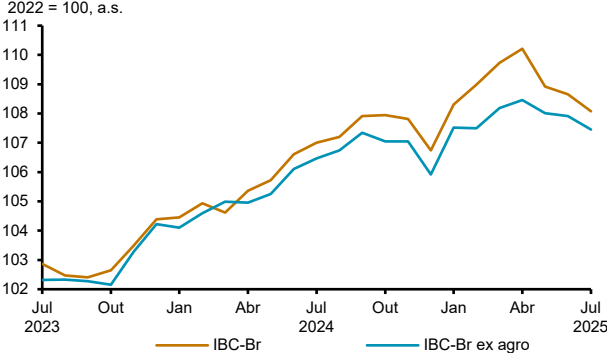


Gráfico 1.2.12 – Indicadores de atividade econômica

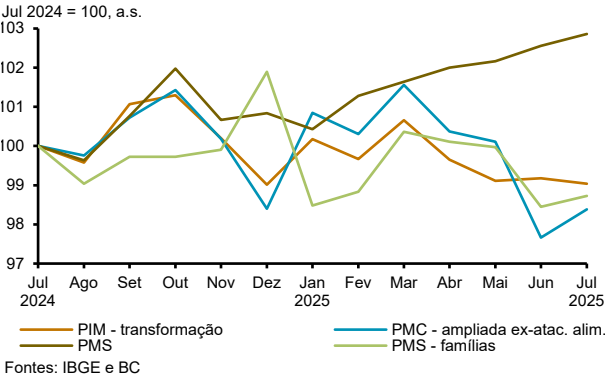


Tabela 1.2.2 – Indicadores coincidentes da atividade

Dados dessazonalizados

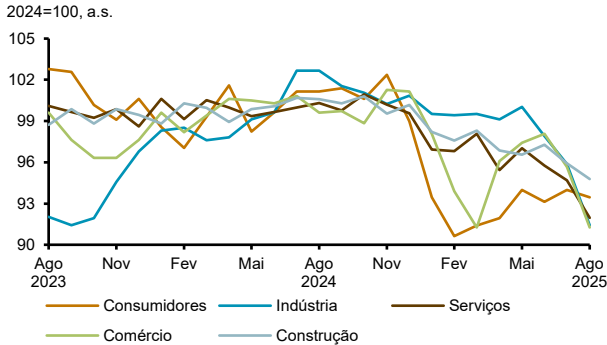
Discriminação	Variação %							
	2025							
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
Circulação de veículos pesados	3,4	0,2	0,6	0,2	-0,3	-0,1	1,8	-0,8
Expedição de papelão ondulado	-0,4	1,6	1,9	-1,1	0,6	-1,1	1,9	-1,0
Produção de veículos leves	0,4	0,5	0,2	4,8	-12,6	9,3	3,1	0,5
Produção de caminhões	-6,6	7,0	18,2	-11,6	0,1	2,7	0,1	-1,1
Licenciamento de veículos	-1,6	-1,2	5,8	0,7	1,4	-5,6	2,7	-5,5
Índice Cielo de varejo ampliado	0,3	-0,4	-0,2	0,5	-0,3	-1,1	0,0	0,0
IGET ampliado	-0,5	1,7	1,0	-0,5	-1,7	-0,2	1,6	0,2
IGET serviços às famílias	-0,7	1,6	-4,1	-0,1	3,3	-3,6	-0,0	3,9
IDAT bens ¹	1,1	0,1	2,4	-2,0	0,0	0,0	-1,4	0,5
IDAT serviços ¹	-1,2	2,2	-0,3	-0,5	-0,4	-1,1	-1,5	2,0

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

¹ Meios de pagamentos expandidos.

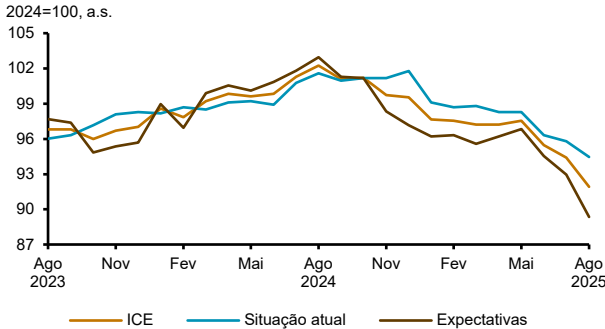
Os índices de confiança registraram deterioração no começo do terceiro trimestre. A confiança dos empresários, que já vinha em queda no primeiro semestre, recuou de forma mais acentuada em julho e agosto (Gráfico 1.2.13). Considerando a agregação dos setores, esse movimento refletiu tanto o indicador de situação atual quanto o de expectativas (Gráfico 1.2.14). Já a confiança dos consumidores se manteve razoavelmente estável ao longo dos últimos três meses, porém em nível deprimido, significativamente inferior ao observado no final de 2024. Ainda que os níveis de confiança nem sempre reflitam o nível corrente da atividade econômica ou antecipem seu desempenho futuro, os movimentos recentes sugerem uma postura cautelosa de empresários e consumidores.

Gráfico 1.2.13 – Índices de confiança



Fonte: FGV

Gráfico 1.2.14 – Índice de confiança empresarial



Fonte: FGV

Conforme detalhado em boxe deste Relatório, a projeção de crescimento do PIB para 2025 foi revisada de 2,1% para 2,0%, enquanto a estimativa inicial para 2026 é de 1,5%. Mantém-se a expectativa de continuidade da moderação da atividade econômica ao longo do segundo semestre de 2025, tendência que deve se estender para o ano seguinte. A pequena redução na projeção para 2025 reflete os efeitos, ainda incertos, do aumento das tarifas de importação pelos EUA, bem como alguns sinais de atividade econômica no terceiro trimestre um pouco mais fraca. Esses fatores foram parcialmente compensados por perspectivas mais positivas para os segmentos agropecuário e extrativo mineral. Para 2026, a projeção considera a 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.

Mercado de trabalho

O mercado de trabalho continua aquecido e a taxa de desocupação nos últimos meses foi menor do que a esperada. A taxa de desocupação, que já se encontrava em patamar baixo, voltou a recuar no trimestre encerrado em julho,¹⁰ com dinamismo da ocupação, especialmente a formal. Indicadores de salário e renda permanecem mostrando ganhos reais e, no caso da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), com variações elevadas e aceleração na margem. Indicadores complementares, discutidos em boxe deste Relatório, também apontam para um mercado de trabalho aquecido.¹¹

A taxa de desocupação manteve trajetória de queda no trimestre e atingiu novo mínimo histórico, com destaque para a ocupação formal. A queda da taxa de desocupação foi de 0,5 p.p. no trimestre encerrado em julho, para 5,7%, o mínimo das últimas décadas (Gráfico 1.2.15). A variação da taxa de desocupação no trimestre refletiu os crescimentos de 0,4% da população ocupada e estabilidade da força de trabalho. O avanço no número de ocupados foi impulsionado pela ocupação formal, que avançou 0,8%, ao passo que ocupação informal recuou 0,1%. A taxa de participação situou-se em 62,3%, 0,1 p.p. inferior ao trimestre anterior e ainda consideravelmente abaixo dos patamares observados em meados de 2022 e antes da pandemia (Gráfico 1.2.16). Conforme discutido em boxes deste Relatório, fatores estruturais – como alterações demográficas e de escolaridade¹² e a introdução de novas tecnologias nos serviços de transporte de passageiros e de entrega de mercadorias¹³ – contribuíram para diminuir a taxa de desocupação ao longo da última década.

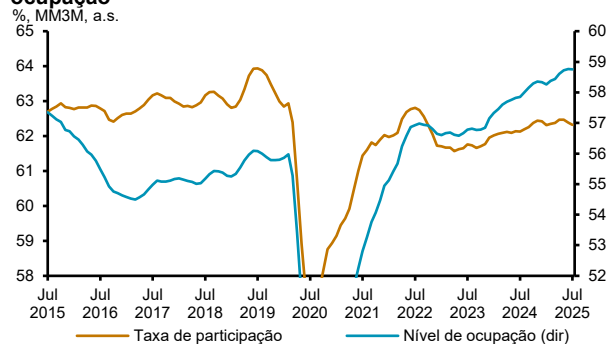
Gráfico 1.2.15 – Taxa de desocupação¹



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

Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.16 – Taxa de participação e nível de ocupação



Fonte: IBGE

A geração de empregos com carteira desacelerou, mas continua forte. Segundo dados do Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged), dessazonalizados pelo BC, foram gerados em média 113 mil empregos por mês no trimestre maio-julho, abaixo da média de 165 mil verificada no trimestre anterior

10/ Na divulgação de junho houve revisão das séries históricas da PNAD Contínua, que passou a considerar os resultados do último Censo Demográfico, realizado em 2022. No caso da taxa de desocupação, a revisão teve pouco efeito (nos últimos três anos não houve diferença entre a série nova e a que antecedeu a revisão).

11/ Ver boxe [Trocas de emprego e prêmio salarial](#) neste Relatório.

12/ Boxe [Impacto da educação e da demografia em indicadores do mercado de trabalho](#).

13/ Boxe [Efeitos do trabalho por aplicativos no mercado de trabalho](#).

(Gráfico 1.2.17). A desaceleração foi mais significativa na construção civil e na indústria de transformação. Apesar do arrefecimento no último trimestre, a geração líquida de empregos permanece em patamar historicamente elevado: no acumulado do ano até julho atingiu 1,34 milhão, apenas 148 mil postos abaixo do verificado no mesmo período de 2024. A resiliência do mercado de trabalho também é observada na participação dos desligamentos voluntários no total de desligamentos, que se manteve elevada (Gráfico 1.2.18).

Gráfico 1.2.17 – Geração de emprego formal

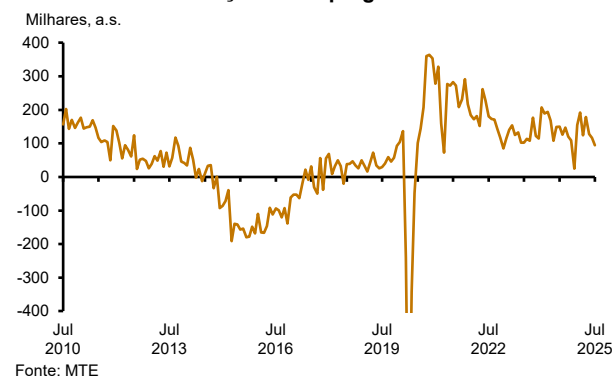
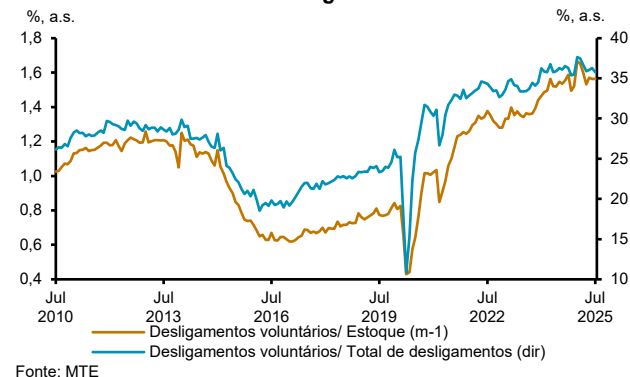
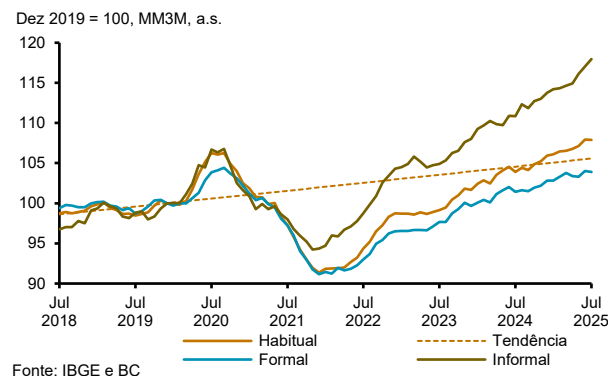


Gráfico 1.2.18 – Taxas de desligamento voluntário



O rendimento médio do trabalho medido pela PNAD Continua mantém crescimento alto em termos reais, com aceleração na margem. No trimestre encerrado em julho, a variação acelerou para 1,0%, ante 0,6% no trimestre anterior, impulsionada pelos ganhos entre trabalhadores informais. Na comparação interanual, o rendimento médio real habitual cresceu 3,8% no trimestre finalizado em julho, taxa ainda elevada e superior à observada nos trimestres findos em abril e janeiro (3,2% e 3,6%, respectivamente). Em perspectiva mais longa, o rendimento médio real está 8,9% acima da média de 2019 e 2,6% acima do nível que seria obtido extrapolando-se a tendência de crescimento do período pré-pandemia, de 2017 a 2019 (Gráfico 1.2.19).

Gráfico 1.2.19 – Rendimento médio real do trabalho



Indicadores complementares da dinâmica salarial continuam indicando um crescimento real menos acentuado do que a PNAD. Os salários reais de admissão¹⁴ (dados dessazonalizados) cresceram 0,3% no trimestre findo em julho, após recuo de 0,2% no trimestre anterior, segundo o Novo Caged (Gráfico 1.2.20). Na comparação com igual período do ano anterior, o aumento real é de 0,6%, recuando em relação aos 0,9% observado no trimestre encerrado em abril. Boxe neste Relatório estima uma medida de tendência da variação dos salários nominais de admissão e desligamento, explorando aberturas dos dados do Caged.¹⁵ Os reajustes dos salários nominais coletados das Convenções Coletivas de Trabalho (CCT)¹⁶, que abrangem

14/ O salário médio de admissão tem 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. Como houve mudança do Caged para o Novo Caged a partir de 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.

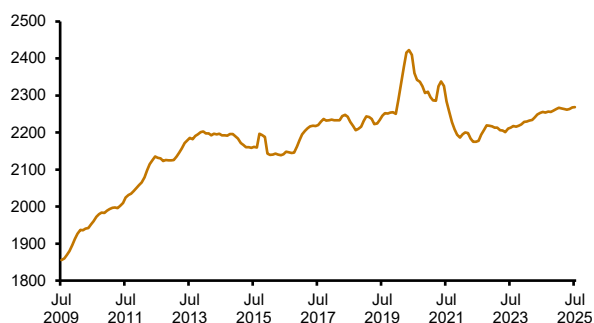
15/ Boxe [Tendência da inflação salarial por setores e faixas etárias](#).

16/ 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.

o mercado formal privado, foram em média de 5,8% no trimestre junho-agosto (Gráfico 1.2.21), tendo 84% das negociações superado a inflação passada. Em termos reais, o reajuste médio no trimestre foi de 1,0%, estável em relação ao mesmo período do ano anterior.¹⁷

Gráfico 1.2.20 – Salário de admissão

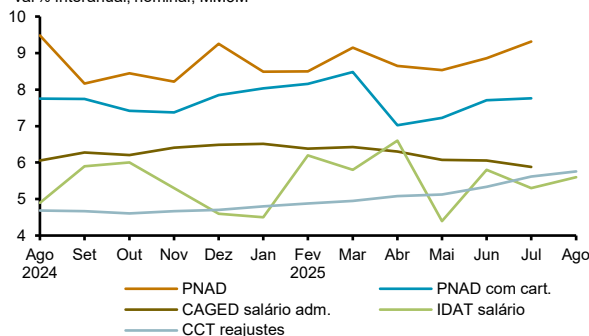
Reais de jul 2025, MM3M, a.s.



Fonte: MTE

Gráfico 1.2.21 – Salários e rendimentos

var% interanual, nominal, MM3M



Fontes: IBGE, MTE, Itaú e BC

A renda das famílias acelerou no segundo trimestre, impulsionada pelo dinamismo do mercado de trabalho. A estimativa da Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias (RNDBF) – que inclui, além do rendimento do trabalho, outras fontes de renda – cresceu 1,7% em termos reais no período, considerando o conceito restrito e descontando os efeitos sazonais.^{18,19} No trimestre anterior, o aumento havia sido de 1,5%. A principal contribuição para essa aceleração foi advinda da evolução da massa de rendimento do trabalho, que responde por cerca de 80% da renda restrita, em um cenário de crescimento tanto da população ocupada quanto dos rendimentos (Gráficos 1.2.22 e 1.2.23). Adicionalmente, ainda contribuíram para o aumento da renda familiar o pagamento de parcela de recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) a trabalhadores demitidos que haviam optado pela modalidade de saque aniversário e a antecipação do décimo terceiro para beneficiários do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS).

Gráfico 1.2.22 – Renda nacional disponível bruta das famílias restrita

Bilhões de reais de abr-jun 2025, MM3M, a.s.

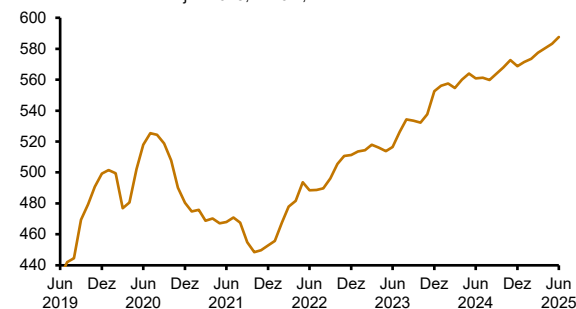
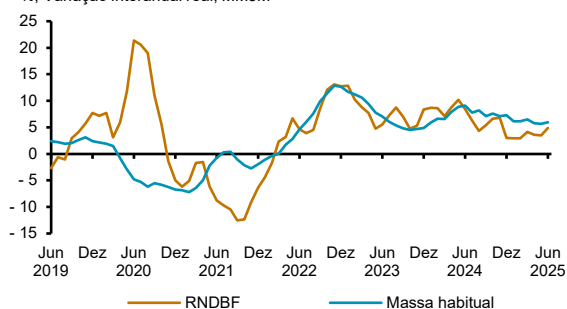


Gráfico 1.2.23 – Renda nacional disponível bruta das famílias restrita e massa de rendimentos habitual

%, Variação interanual real, MM3M



Fontes: BC e IBGE

Crédito

O mercado de crédito ficou mais restritivo nos últimos meses, principalmente no segmento de pessoas físicas. As concessões diminuíram no período, impactadas pelo aumento das taxas de juros, por entraves no crédito consignado para aposentados e pensionistas do INSS e pela incerteza temporária acerca da incidência do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre as operações de “risco sacado”. O ritmo de crescimento do

17/ 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 12 meses medido cinco meses antes, deflator utilizado nessa análise.

18/ Estimativa mensal Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias da calculada pelo BC. Mais informações na [Nota Técnica](#) número 55, de dezembro de 2021.

19/ A divulgação da PNAD Contínua de julho, inicialmente prevista para o final de agosto, foi adiada para 16 de setembro. Consequentemente, o dado de julho da RNDBF não estava disponível até a data de corte deste Relatório.

saldo do crédito diminuiu e aumentaram os pagamentos líquidos de famílias e empresas ao Sistema Financeiro Nacional (SFN). Os indicadores de endividamento e comprometimento de renda das famílias seguiram em níveis elevados, enquanto a inadimplência subiu de forma significativa, em grande parte por razões contábeis decorrentes de mudança normativa implementada a partir de janeiro.

A maior parte do aumento da Selic parece já ter sido repassada para o custo do crédito livre, especialmente para pessoas físicas. A taxa média de juros do crédito livre a pessoas físicas aumentou 5,7 p.p. desde agosto de 2024 – mais que a taxa Selic, que subiu 4,5 p.p. (Gráfico 1.2.24). Esse resultado está em linha com estudo sobre repasse de variações da Selic para o custo do crédito, que constata que a maior parte do repasse ocorre no próprio trimestre de alteração na Selic.²⁰ No segmento de pessoas jurídicas, o repasse nas modalidades de crédito livre foi de 4,0 p.p. – ligeiramente inferior à variação da Selic no período (Gráfico 1.2.25). Considerando apenas o crédito não rotativo às empresas, o aumento foi de 2,6 p.p.

Gráfico 1.2.24 – Taxas de juros do crédito livre - PF

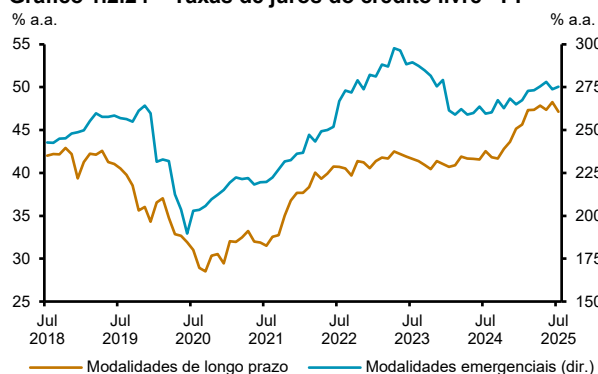
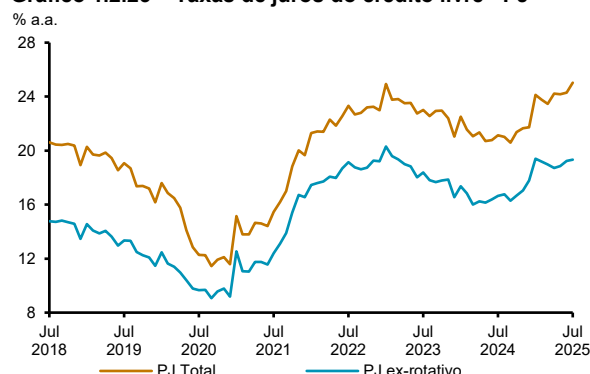


Gráfico 1.2.25 – Taxas de juros do crédito livre - PJ



As concessões do crédito livre às famílias recuaram nos últimos meses, impactadas pela política monetária contracionista e pelos requisitos mais rigorosos para novas operações do consignado do INSS. Entre as modalidades de longo prazo, o crescimento das concessões arrefeceu de forma disseminada (Gráfico 1.2.26) e, nos últimos três meses, houve uma queda acentuada das concessões de crédito consignado para aposentados e pensionistas do INSS (Gráfico 1.2.27). A exigência de autenticação biométrica para novas operações, desde maio, diminuiu a concessão diária pela metade, em um primeiro momento. A partir daí, o volume das novas operações voltou a subir, mas ainda se encontra em nível reduzido. Em sentido oposto, as concessões do consignado para trabalhadores do setor privado, que haviam registrado maior volume em abril e recuado nos dois meses seguintes, mostraram forte crescimento após o término da exigência de destinar os recursos da operação de crédito para a quitação de débitos anteriores (Gráfico 1.2.27). Mais detalhes sobre esse tema podem ser encontrados no box “Novo crédito consignado privado”. Por sua vez, o crédito emergencial manteve-se em nível elevado após ter ganhado tração no início do ano e atingido patamar recorde em março (Gráfico 1.2.26). O forte desempenho dessas modalidades possivelmente indica uma deterioração do orçamento das famílias.

Gráfico 1.2.26 – Concessão de crédito livre - PF

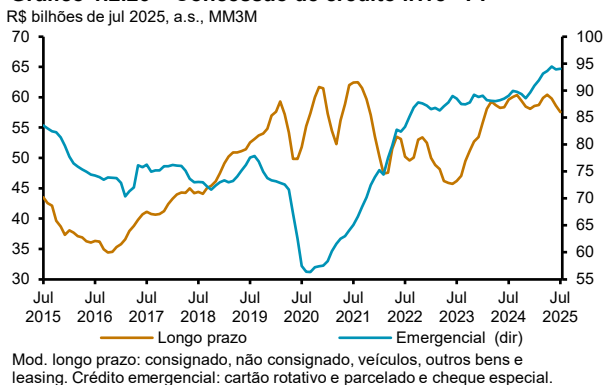
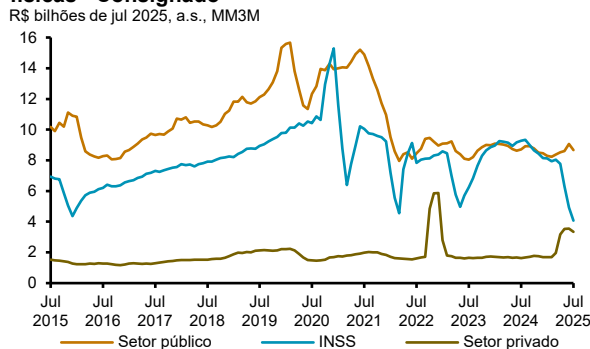


Gráfico 1.2.27 – Concessão de crédito livre a pessoas físicas - Consignado



20/ Boxe [Repasse da taxa Selic para o mercado de crédito bancário](#), publicado no Relatório de Inflação de setembro de 2022.

No segmento de crédito livre a pessoas jurídicas, as concessões das modalidades de curto prazo diminuíram em junho e julho, impactadas pelo aumento do IOF.²¹ As concessões da modalidade desconto de duplicatas e recebíveis recuaram 15% no trimestre encerrado em julho, com as mudanças na tributação sobre operações de “risco sacado” (Gráfico 1.2.28)²². Essas operações devem se recuperar nas próximas leituras, dado que em meados de julho o “risco sacado” voltou a ficar isento do imposto. Como alternativa para reduzir o impacto do aumento do IOF, as empresas aumentaram a contratação das linhas de financiamento à exportação, que são isentas. Elas também aumentaram os financiamentos no mercado de capitais domésticos, ampliando as emissões de títulos de dívida. Nesse contexto, o volume de emissões desses títulos subiu em junho e julho, após fraco desempenho em abril e maio. Ainda assim, a captação foi menor do que a registrada em igual período de 2024 (Gráfico 1.2.29).

Gráfico 1.2.28 – Concessão de crédito livre a pessoas jurídicas

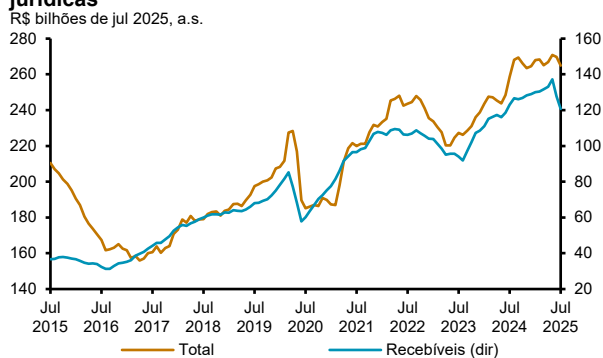
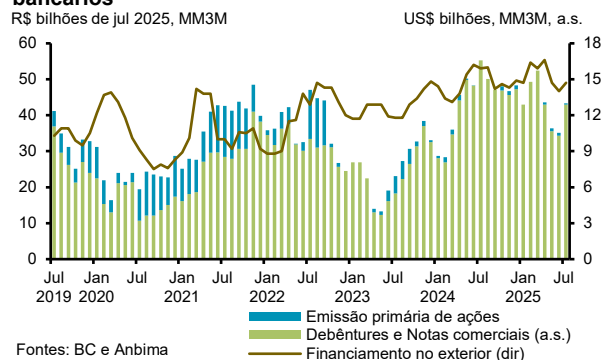


Gráfico 1.2.29 – Financiamentos corporativos não bancários



Fontes: BC e Anbima

As concessões do crédito direcionado diminuíram nos últimos três meses, porém as voltadas para pessoas jurídicas seguem em patamar superior ao registrado em igual período de 2024. No segmento de pessoas físicas, as concessões de financiamento imobiliário diminuíram significativamente nos últimos meses, impactadas pelo aumento no custo das operações (Gráfico 1.2.30). As concessões do crédito rural aumentaram na margem, mas ao longo do plano Safra 2024/25 os volumes contratados ficaram abaixo dos valores negociados no mesmo mês do plano Safra anterior. O crédito direcionado para pessoas jurídicas recuou na margem, porém segue em um nível elevado, quando comparado com igual período de 2024. O patamar mais elevado reflete o aumento das concessões do Programa de Estímulo ao Crédito (PEAC) a partir de outubro de 2024, após ajustes no Fundo Garantidor de Investimentos (FGI) que liberaram mais recursos para novas operações (Gráfico 1.2.31).²³ Na comparação com o ano anterior, também merece destaque o aumento no volume de novas operações do crédito rural e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

21/ O Decreto 12.466, do Governo Federal, elevou a alíquota do IOF nas operações de crédito para pessoas jurídicas de 0,0041% a.d. para 0,0082% a.d. e a alíquota adicional de 0,38% para 0,95%, e equiparou as operações de “risco sacado” a operações de crédito. Posteriormente, o Decreto 12.499 reduziu a alíquota adicional de 0,95% para 0,38%, e isentou sua incidência sobre as operações de “risco sacado”. Na sequência, o Congresso Nacional sustou os efeitos desses dois decretos por meio do Decreto Legislativo 176, reestabelecendo a redação vigente anteriormente. Por fim, em meados de julho, decisão do Supremo Tribunal Federal, sobre Medida Cautelar na Ação Declaratória de Constitucionalidade 96, validou o aumento da alíquota diária, mas vetou considerar as operações de “risco sacado” como operações de crédito, isentando-as da cobrança do IOF.

22/ O gráfico 1.2.29 mostra a queda nas concessões das operações de desconto de recebíveis, que a agrega as modalidades desconto de duplicatas e recebíveis, desconto de cheques e antecipação de faturas de cartão de crédito. As operações de “risco sacado” estão incluídas na modalidade desconto de duplicatas e recebíveis.

23/ As alterações no PEAC com recursos do FGI buscaram a liberação de valores comprometidos como garantia e não utilizados para novas operações, dado a inadimplência constatada das operações (5,7%) inferior aos parâmetros do programa (de 20% para médias e grandes empresas e 30% para pequenas). Cerca de R\$9 bilhões em limite para cobertura de garantia foram liberados pelas instituições financeiras para serem utilizados em novas operações.

Gráfico 1.2.30 – Concessão de crédito a pessoas físicas com recursos direcionados

R\$ bilhões de jul 2025, a.s., MM3M

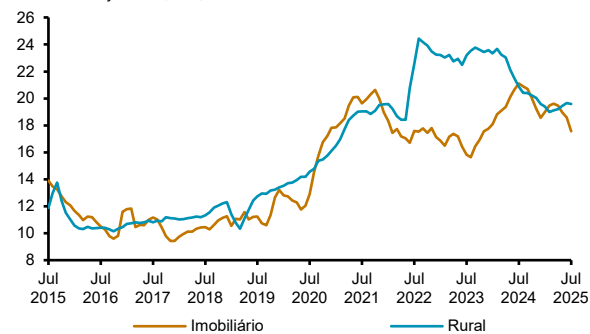
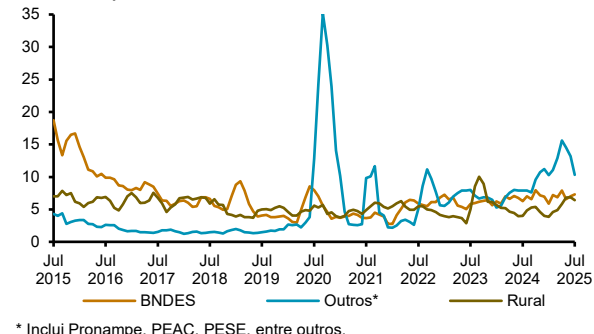


Gráfico 1.2.31 – Concessão de crédito direcionado a pessoas jurídicas

R\$ bilhões de jul 2025, a.s., MM3M



* Inclui Pronampe, PEAC, PESE, entre outros.

A taxa de crescimento do saldo das operações de crédito do SFN diminuiu nos últimos três meses, impactada pela diminuição na rolagem das carteiras de crédito livre e do crédito direcionado a pessoas físicas. A taxa de crescimento interanual do saldo recuou de 12,1%, em abril, para 10,7% em julho. O crescimento do crédito a pessoas físicas diminuiu 1,4 p.p., para 11,5%, com impactos maiores do crédito consignado no INSS, no segmento livre, e do crédito rural, no direcionado. A taxa de crescimento da carteira de crédito a pessoas jurídicas decresceu 1,3 p.p. para 9,5%, puxada pelo segmento livre, destacando-se o arrefecimento nas modalidades de desconto de duplicatas e recebíveis e financiamento à exportação (Gráfico 1.2.32). Já o saldo do crédito direcionado a pessoas jurídicas acelerou, alavancado pelo PEAC e pelo crédito rural (Gráfico 1.2.33).

Gráfico 1.2.32 – Saldo do crédito livre do SFN

Variação em 12 meses

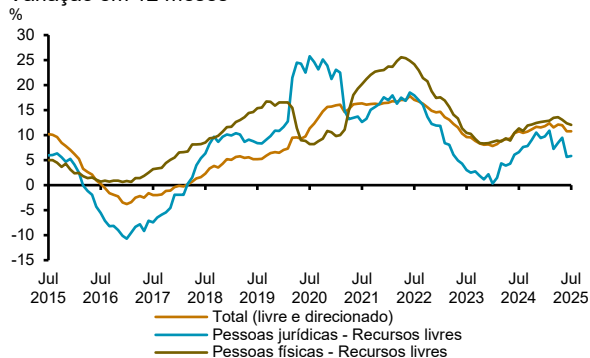
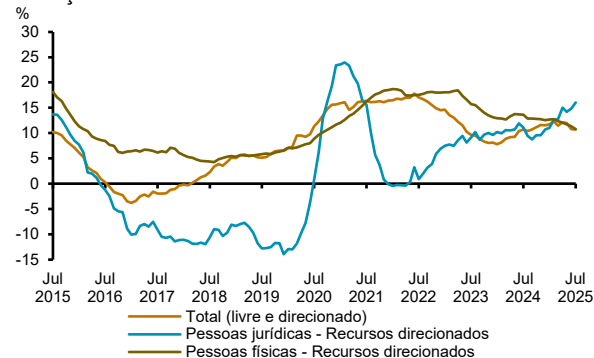


Gráfico 1.2.33 – Saldo do crédito direcionado do SFN

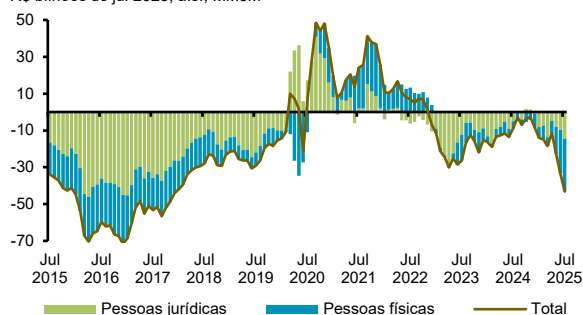
Variação em 12 meses



Em linha com o movimento do saldo, houve um aprofundamento do fluxo financeiro negativo – isto é, famílias e empresas devolvendo mais recursos ao SFN que tomando. Em termos reais, o fluxo financeiro atingiu o valor mais negativo desde dezembro de 2017 (Gráfico 1.2.34). No segmento de pessoas físicas, estima-se que o volume de pagamentos das famílias aumentou nos últimos três meses, enquanto as concessões recuaram. No crédito livre, além da queda nas concessões do crédito consignado no INSS, há que se destacar a diminuição no ritmo de crescimento das carteiras de consignado para servidores públicos e de cartão de crédito à vista. No crédito direcionado, o fluxo financeiro ficou negativo pela primeira vez desde 2019, com a queda nas concessões de crédito rural e financiamento imobiliário e a estimativa de aumento nos pagamentos. A redução do fluxo financeiro ocorre concomitante com o aumento do comprometimento de renda das famílias com pagamentos financeiros (Gráfico 1.2.36). O fluxo financeiro para as empresas também diminuiu, porém em menor intensidade. Houve uma redução na rolagem das dívidas, com o aumento nos pagamentos e queda nas concessões do segmento de recursos livres. No mercado de capitais doméstico, o fluxo financeiro das debêntures recuou em relação ao registrado no começo do ano, com a diminuição nas emissões (Gráfico 1.2.35).

Gráfico 1.2.34 – Fluxo financeiro

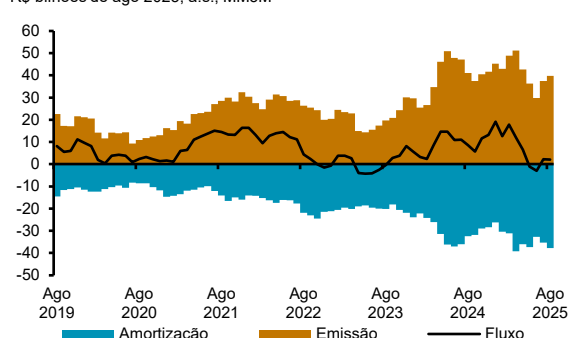
R\$ bilhões de jul 2025, a.s., MM3M



Fluxo financeiro: Concessões - Pagamentos

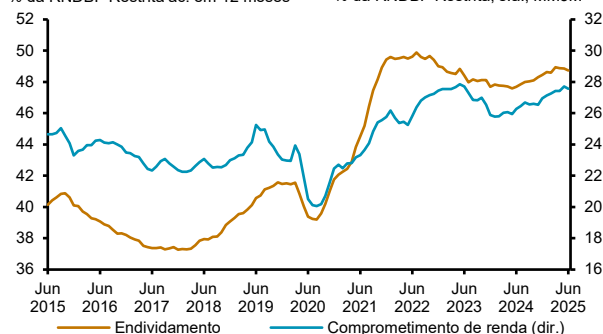
Gráfico 1.2.35 – Decomposição do fluxo financeiro de debêntures

R\$ bilhões de ago 2025, a.s., MM3M

**Gráfico 1.2.36 – Endividamento e comprometimento de renda**

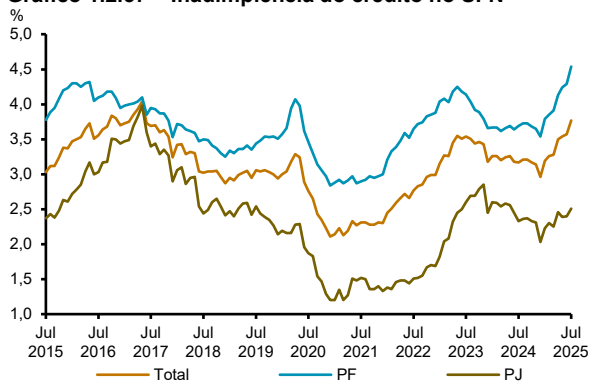
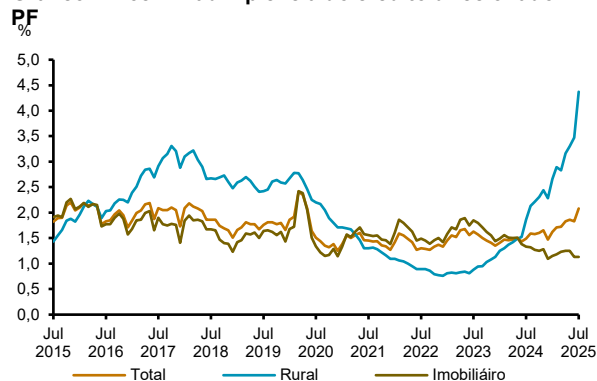
% da RNDBF Restrita ac. em 12 meses

% da RNDBF Restrita, s.a., MM3M



A inadimplência do crédito do SFN aumentou nos últimos três meses, puxada pelos atrasos no crédito a pessoas físicas.

A taxa de inadimplência do crédito bancário atingiu 3,8% do saldo do crédito, maior taxa desde maio de 2017, com variações de 0,3 p.p. nos últimos três meses e 0,8 p.p. no ano (Gráfico 1.2.37). A variação nos últimos meses refletiu, em grande parte, o aumento de 0,4 p.p. na inadimplência dos empréstimos às pessoas físicas, com destaque para as modalidades de crédito rural, cartão de crédito rotativo e crédito pessoal não consignado. A inadimplência no crédito rural aumentou significativamente, atingindo 4,4% da carteira, valor recorde na série histórica iniciada em 2011 (Gráfico 1.2.38). A inadimplência do crédito a pessoas jurídicas permaneceu estável nos últimos três meses. Contudo, como detalhado no box “Impacto na taxa de inadimplência decorrente das novas regras de contabilização de instrumentos financeiros”, cerca de 70% do aumento da inadimplência observado no ano reflete os efeitos da Resolução 4.966, que entrou em vigor em janeiro e influenciou o volume de baixas para prejuízo.

Gráfico 1.2.37 – Inadimplência do crédito no SFN**Gráfico 1.2.38 – Inadimplência do crédito direcionado**

Nesse contexto, a projeção de crescimento do crédito em 2025, detalhada em box deste Relatório, foi ajustada marginalmente para cima, de 8,5% para 8,8%. A mudança reflete, principalmente, dados do saldo de crédito no segundo trimestre de 2025 mais fortes do que o antecipado no Relatório anterior, com destaque

para o crédito direcionado às empresas. A expectativa de crescimento do crédito livre, mais sensível à política monetária, praticamente não se alterou e continua indicando desaceleração em relação a 2024. Apesar do aumento na projeção, a expansão nominal esperada ainda representa uma diminuição significativa em relação à observada em 2024, de 11,5%, em linha com o cenário de juros mais elevados e de menor crescimento da atividade econômica nesse ano do que no ano anterior. Essa desaceleração do ritmo de expansão do saldo deve se manter em 2026, com projeção de crescimento de 8,0%.

Fiscal

Desde o Relatório anterior não houve mudanças significativas no cenário fiscal. Essa avaliação é corroborada pelas projeções do governo e dos analistas – que mudaram pouco – e pela avaliação subjetiva dos analistas, coletada no Questionário Pré-Copom (QPC). O governo continua projetando o cumprimento das metas de resultado primário em 2025 e 2026, enquanto os analistas de mercado continuam considerando pouco factível que a meta seja cumprida no próximo ano e prevendo um crescimento consistente da razão entre dívida pública e PIB até meados da próxima década.

O setor público consolidado registrou, no acumulado dos sete primeiros meses do ano, déficit primário inferior ao observado no mesmo período de 2024. A melhora – de déficit de R\$65 bilhões em 2024 para R\$45 bilhões em 2025 – decorreu de diminuição no déficit do Governo Central e de aumento no superávit dos governos regionais (Tabela 1.2.3). No âmbito do Governo Central, as receitas mais correlacionadas à atividade econômica e ao mercado de trabalho continuaram apresentado bom desempenho. Além do impacto do desempenho da economia, o aumento das alíquotas do Imposto sobre IOF realizado no final de maio, cuja vigência parcial foi restabelecida por decisão do Supremo Tribunal Federal (STF), também contribuiu para o aumento da arrecadação. Pelo lado das despesas, a variação real dos valores acumulados no ano, que era negativa até junho, passou a ser positiva (2,0%), após pagamentos de precatórios concentrados em julho (Tabela 1.2.4).²⁴ De modo geral, na comparação com 2024, há crescimento das despesas obrigatórias e recuo das despesas discricionárias.

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

Acumulado no ano até julho

Segmento	R\$ bilhões		
	2023	2024	2025
Governo Central	75	79	69
d/q Governo Federal	-133	-142	-178
d/q INSS	208	221	246
Governos regionais	-21	-22	-32
Empresas estatais	2	8	8
Total	56	65	45

Valores positivos indicam déficit e negativos indicam superávit

24/ Como discutido no Relatório anterior, em 2024 o pagamento de precatórios foi concentrado no mês de fevereiro, o que influenciava a comparação da variação das despesas acumuladas no ano em 2025 contra o período equivalente do ano anterior.

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

R\$ Bilhões - Valores correntes			
	2024	2025	Var. real (%)
1. Receita Total	1.531	1.668	3,5
1.1 - Receita administrada pela RFB	991	1.093	4,9
1.2 - Arrecadação líquida para o RGPS	351	384	4,1
1.3 - Receitas não administradas pela RFB	190	190	-4,8
2. Transferências por repartição de receita	295	328	5,7
3. Receita líquida (1-2)	1.236	1.340	3,0
4. Despesa total	1.313	1.410	2,0
d/q Ex Precatórios	1.263	1.331	0,1
4.1 Benefícios previdenciários	571	630	4,8
d/q Ex Precatórios	559	599	2,0
4.2 Pessoal e encargos sociais	210	229	3,7
d/q Ex Precatórios	208	222	1,5
4.3 Outras despesas obrigatórias	221	249	6,6
d/q Ex Precatórios	187	208	5,5
4.4 Despesas do poder executivo sujeitas à programação financeira	310	302	-7,4
d/q Bolsa Família	98	95	-7,8
5. Resultado primário do Governo Central - acima da linha (3 - 4)	-76	-70	-14,1

Fonte: STN

O governo manteve a sua projeção para o resultado primário de 2025 relativamente inalterada, indicando cumprimento da meta de resultado primário. No Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (RARDP) do terceiro bimestre, o governo projetou déficit de R\$75 bilhões, número semelhante ao projetado no RARDP do segundo bimestre (R\$76 bilhões).²⁵ Considerando que R\$49 bilhões de despesas – com precatórios, sobretudo – são desconsideradas para avaliação de cumprimento da meta (Tabela 1.2.5), a projeção do governo é compatível com o cumprimento da meta no seu limite inferior (-0,25% PIB ou -R\$31 bilhões). A projeção do governo para o resultado deste ano é semelhante à do consenso dos analistas, segundo a mediana do QPC.

A manutenção da projeção do governo para o resultado primário decorreu de aumentos em magnitudes semelhantes para as expectativas de receitas e despesas. A elevação da receita líquida projetada para este ano (R\$27 bilhões) resultou basicamente da maior arrecadação esperada de Imposto de Renda (R\$12 bilhões) e de leilão de excedente do pré-sal²⁶ (R\$15 bilhões). Esse aumento na projeção de receitas possibilitou o restabelecimento integral dos limites de empenho e de movimentação financeira (R\$21 bilhões) que haviam sido contingenciados no RARDP anterior. Por outro lado, o crescimento na projeção de despesas (R\$26 bilhões) foi explicado pelo aumento de R\$3 bilhões de crédito extraordinário para pagamento de descontos indevidos do INSS e pela reversão do contingenciamento anterior. Como a projeção de gastos sujeitos à nova regra continuou acima do limite de despesas, foi necessário manter o bloqueio de R\$10,7 bilhões em despesas discricionárias.

25/ O RARDP do quarto bimestre foi divulgado após a data de corte de elaboração deste Relatório.

26/ O leilão foi autorizado pela Lei nº 15.164, de 14 de julho de 2025, e está previsto para ocorrer no mês de novembro de 2025.

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	2.345	2.324
Despesa total	2.390	2.420	2.398
Resultado Primário	-30	-75	-73
Desconto para Meta	44	49	-
Resultado compatível com a meta	15	-26	-26

Fontes: STN e BC

Desde o Relatório anterior, algumas medidas com repercussão fiscal, de iniciativa do governo ou do Congresso, surgiram ou tiveram prosseguimento. Destacam-se:

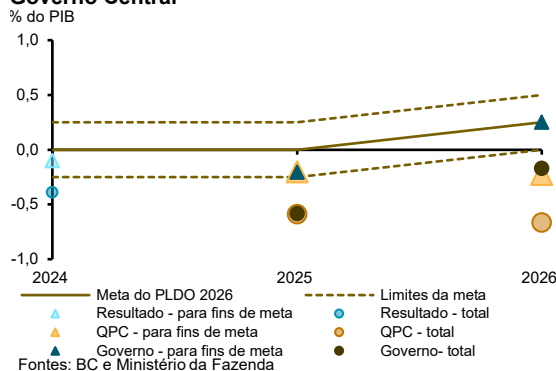
- i. **Validação parcial do Decreto Presidencial 12.499/2025:** em 16 de julho de 2025, decisão liminar do STF, dada de forma conjunta na Ação Declaratória de Constitucionalidade (ADC) 96 e nas Ações Diretas de Inconstitucionalidade (Adin) 7827 e 7839, restabeleceu parcialmente a validade do decreto do presidente da República que elevou as alíquotas do IOF. A suspensão do decreto presidencial foi mantida apenas no trecho que trata da incidência do IOF sobre as chamadas operações de “risco sacado”.
- ii. **Medida Provisória (MP) 1.303:** em discussão no Congresso Nacional, estabelece novas regras para tributação de aplicações financeiras e especifica as alíquotas de imposto de renda para diferentes tipos de investidores. Deve contribuir com aumento de arrecadação em 2025 e nos anos seguintes.
- iii. **Plano Brasil Soberano:** lançado em agosto pelo governo, trata-se de um conjunto de medidas de compensação para setores afetados pelo aumento da tarifa de importação pelos EUA. O pacote inclui gastos e renúncia de receitas, que serão excluídos da meta de resultado primário e do limite de gastos.
- iv. **Emenda Constitucional (EC) 136:** promulgada pelo Congresso Nacional em setembro, a chamada “PEC dos precatórios” afeta as finanças dos governos central e subnacionais. Para os entes subnacionais, foram redefinidos limites para o pagamento anual de precatórios e a renegociação de dívidas previdenciárias. Para o governo central, ela remove precatórios do limite de despesas imposto pelo arcabouço fiscal em 2026 e prevê a retirada desses gastos da meta do resultado primário com a reintrodução de forma gradual na meta a partir de 2027, em um ritmo de 10% ao ano. A retirada dos precatórios do limite de despesa não abre espaço fiscal para o governo central, pois o teto de gastos será reduzido em igual montante. Todavia, a EC contém um dispositivo que permite aumentar o limite de gastos de 2026 em cerca de R\$13 bilhões em decorrência de mudança na sua base de cálculo.²⁷

Para 2026 não há consenso entre governo e analistas de mercado quanto à perspectiva de cumprimento da meta fiscal. A projeção do governo que consta no Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) para o próximo ano é de déficit primário de R\$23 bilhões. Como a projeção inclui R\$58 bilhões em despesas desconsideradas para aferição do cumprimento da meta, o resultado é compatível com o cumprimento da meta (superávit de R\$34 bilhões, equivalente a 0,25% do PIB).²⁸ Já a mediana das estimativas de analistas de mercado indica um déficit primário de R\$89 bilhões, o equivalente a déficit de R\$32 bilhões na métrica de aferição de cumprimento de meta (Gráfico 1.2.39), valor inferior ao piso do intervalo de tolerância, que para 2026 é zero.

27/ A EC136 permite a inclusão dos créditos suplementares e especiais considerados para o limite de gastos em 2025 na base de cálculo do limite de 2026.

28/ Como a PEC 66 não foi sancionada até o final de agosto, prazo legal para entrega da PLOA, os R\$ 13 bilhões de aumento no limite de despesas não foram incorporados na projeção oficial. Pelo lado da receita, a projeção do governo inclui diversas receitas de natureza não recorrente e inclui redução de R\$ 20 bilhões em créditos tributários, que ainda depende de aprovação legislativa.

Gráfico 1.2.39 – Projeções do Resultado Primário do Governo Central



Os analistas continuam avaliando o cenário fiscal como desafiador. Segundo as edições de julho e setembro de 2025 do QPC, a maioria dos respondentes julga que não houve mudanças relevantes na evolução da situação fiscal desde o Relatório anterior (Gráfico 1.2.40). No entanto, a ausência de mudanças relevantes se dá sobre um cenário de crescimento do endividamento do governo que, na avaliação dos analistas, deve ter prosseguimento nos próximos anos. A mediana das projeções do Focus indica que a DBGG crescerá 18 p.p. até 2034, atingindo 94% do PIB (Gráfico 1.2.41).

Gráfico 1.2.40 – QPC: Avaliação da situação fiscal
Proporção de respostas (%) em cada QPC

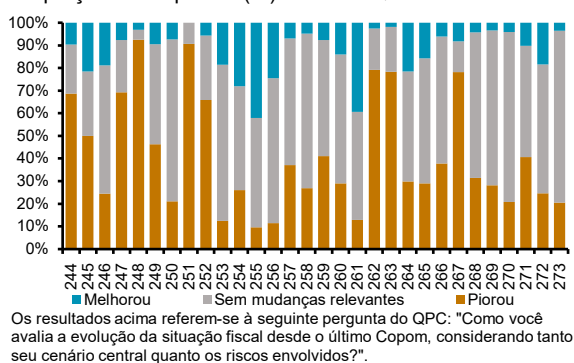
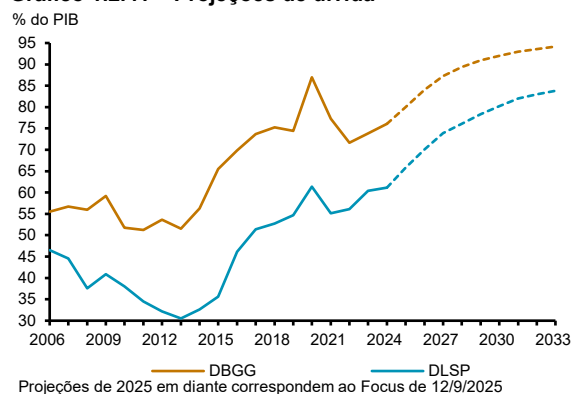


Gráfico 1.2.41 – Projeções de dívida



Contas externas

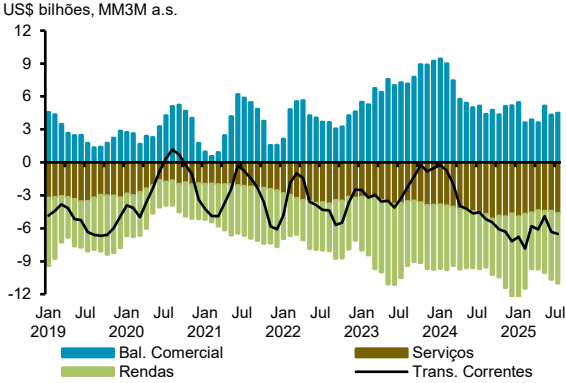
Apesar do bom desempenho das exportações, o cenário das contas externas já não é tão benigno como nos últimos anos. O déficit em transações correntes, que cresceu continuamente ao longo de 2024, permanece elevado em 2025 (Gráfico 1.2.42). No acumulado de janeiro a julho, o saldo negativo somou US\$40 bilhões — o maior valor para o período desde 2015 —, destacando-se, na comparação com igual período de 2024, o aumento das importações e das despesas líquidas com juros e dividendos (Tabela 1.2.6). Considerando o acumulado em doze meses, o déficit em transações correntes supera marginalmente a entrada líquida de investimento direto no país desde maio.

Tabela 1.2.6 – Contas externas

Acumulado no ano até julho		US\$ bilhões			
Discriminação		2022	2023	2024	2025
Transações correntes		-16	-20	-23	-40
Balança comercial		34	50	44	32
Exportações		196	197	200	200
Importações		162	147	155	167
Serviços		-24	-24	-30	-31
dos quais: viagens		-5	-6	-7	-8
dos quais: transportes		-11	-8	-8	-8
Renda primária		-29	-47	-39	-43
dos quais: juros		-12	-17	-18	-17
dos quais: lucros e dividendos		-17	-30	-22	-27
Investimentos – passivos		57	57	71	67
IDP		45	42	45	42
Inv. Carteira		-7	9	6	1
Outros inv. Passivos ¹		19	5	21	24

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

Gráfico 1.2.42 – Transações correntes



Em valor, as importações brasileiras continuaram em patamar elevado e atingiram recorde da série histórica, no acumulado até julho. Destaca-se a crescente participação de produtos chineses, em um contexto de redirecionamento comercial global. A imposição de barreiras tarifárias e não tarifárias pelos EUA e pela União Europeia a produtos com origem da China pode ter contribuído para o aumento do fluxo desses bens ao Brasil (Gráfico 1.2.44), somando-se à atratividade dos preços dos produtos chineses (Gráfico 1.2.45). Esses fatores podem ajudar a explicar a resistência das importações – especialmente de insumos industriais e de bens de consumo duráveis (Gráfico 1.2.43) –, que apesar de terem desacelerado, continuam em patamar elevado, mesmo diante de sinais de desaceleração da atividade doméstica.

Gráfico 1.2.43 – Índices de quantum de importação - excluindo plataformas de petróleo

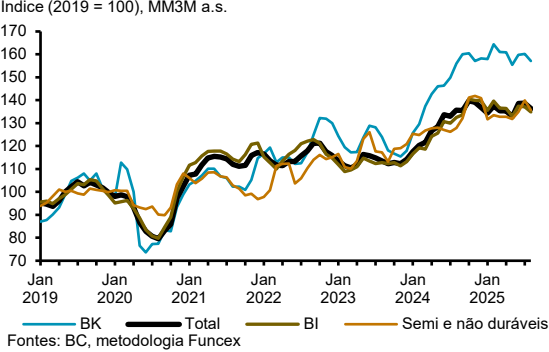


Gráfico 1.2.44 – Índices de quantum de importação

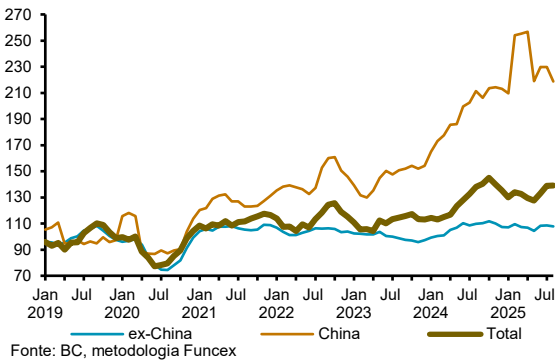
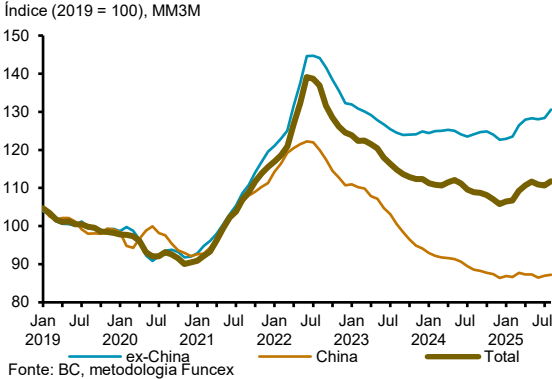


Gráfico 1.2.45 – Índices de preço de importação



O valor exportado também tem se situado em nível historicamente alto, com um leve aumento no quantum que se contrapõe à queda nos preços. O desempenho dos embarques das principais *commodities* foi heterogêneo, com o crescimento de minério de ferro, carnes e soja parcialmente compensado por vendas mais fracas de petróleo no início do ano. Por sua vez, os preços das principais *commodities* recuou, refletindo, entre outros aspectos, incertezas acerca das disputas comerciais e a forte safra da soja. Com a queda no preço dos produtos exportados e o aumento no dos importados, os termos de troca mostraram piora ao longo de 2025, mas alguma estabilidade nos últimos meses (Gráfico 1.2.47).

Gráfico 1.2.46 – Índices de quantum de exportação

Índice (2019 = 100), MM3M a.s.

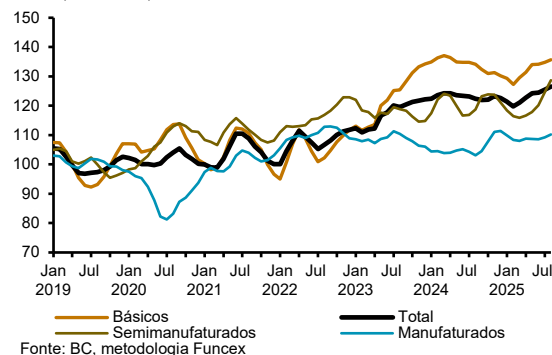
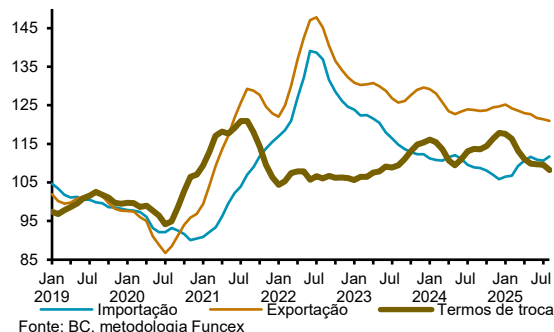


Gráfico 1.2.47 – Índices de preços de exportação, importação e termos de troca

Índice (2019 = 100), MM3M



Em agosto as exportações do Brasil para os EUA diminuíram, mas a queda não se restringiu aos produtos que tiveram alíquota majorada. A partir de abril, a tarifa de importação aplicada sobre a maioria dos produtos brasileiros exportados para os EUA foi elevada para 10%, mas havia itens como aço e alumínio sujeitos a tarifação setorial mais elevada.²⁹ Nesse contexto, a tarifa efetiva média dos EUA sobre importação de bens do Brasil, que oscilava entre 1% e 2% até fevereiro, atingiu 9,2% em julho (Gráfico 1.2.48). Apesar dessas alterações, até julho não se observava recuo das exportações brasileiras com destinos aos EUA, considerando que o aumento de tarifa imposto ao Brasil era similar ao de diversos outros países. A partir de agosto, os EUA impuseram tarifas mais elevadas sobre produtos exportados do Brasil, sem movimento similar para demais países. Foi estabelecida alíquota de 50% sobre bens que compuseram cerca de 60% das exportações do Brasil para os EUA em 2024; para os demais foram mantidas as alíquotas vigentes em julho.³⁰ Em agosto foi observado recuo nas exportações brasileiras para os EUA (Gráfico 1.2.49), com queda de 19% ante o mesmo mês de 2024 (US\$3,4 bilhões ante US\$2,8 bilhões). Todavia, o recuo não ficou restrito aos produtos que tiveram a alíquota majorada em agosto, o que sugere que tal queda pode refletir outros fatores, como os impactos das alíquotas estabelecidas em meses anteriores e o fim de um possível movimento de antecipação de compras. Por fim, convém notar que o impacto no total das exportações brasileiras em agosto foi limitado: ainda assim houve crescimento de cerca de US\$1 bilhão em relação ao mesmo mês do ano anterior.

Gráfico 1.2.48 – Tarifa efetiva de importação dos EUA

Tarifa % sobre valor FOB

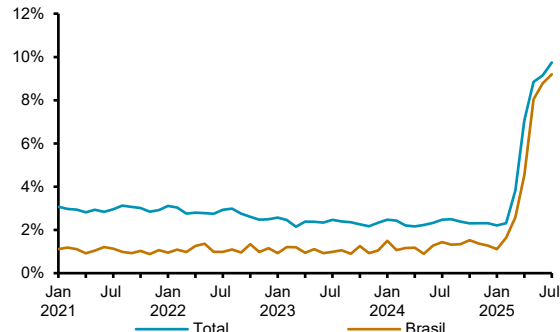
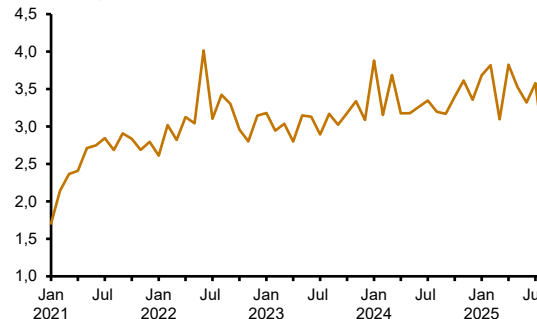


Gráfico 1.2.49 – Exportações para EUA

US\$ bilhões, a.s.



29/ As tarifas dos EUA sobre importação de aço e alumínio, independentemente do país de origem, passaram para 25% em março e 50% em julho.

30/ Entre os produtos isentos da tarifa adicional estão: produtos ligados a aviação, ferro-gusa, suco de laranja, combustíveis, celulose e fertilizantes. As alíquotas mais elevadas são aplicadas, por exemplo, sobre café e carnes.

O déficit na conta de serviços aumentou, repercutindo maiores gastos com viagens. Em julho, os gastos com viagens registraram o maior valor desde agosto de 2014. Esse crescimento pode ter sido influenciado pela apreciação do real ao longo do ano. Dados de transporte aéreo da Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC) mostram aumento do fluxo de passageiros para países da América do Sul. As despesas com transportes, por sua vez, têm se mantido relativamente estáveis (Gráfico 1.2.50), com o aumento do *quantum* importado sendo compensado por preços de fretes mais baixos, em parte devido às incertezas no comércio internacional.

Na conta de renda primária, o déficit voltou a crescer, refletindo, simultaneamente, expansão nas despesas e retração nas receitas de lucros e dividendos. A lucratividade das empresas estrangeiras que atuam no país se manteve alta, apesar de indícios de desaceleração da atividade doméstica. Adicionalmente, com a incorporação de informações da declaração de capitais brasileiros no exterior (CBE), as receitas de lucros até maio foram revisadas para baixo, ampliando o déficit na conta. As despesas com juros no exterior têm se mantido relativamente estáveis, enquanto os gastos com juros pagos internamente — compostos quase exclusivamente por cupons de títulos do Tesouro Nacional — registraram alta de 9,1% em julho na comparação interanual (Gráfico 1.2.51).

Gráfico 1.2.50 – Serviços

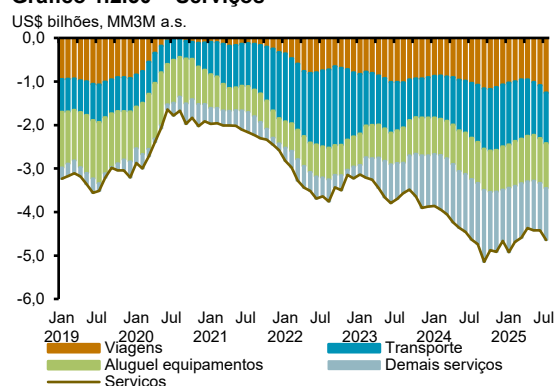
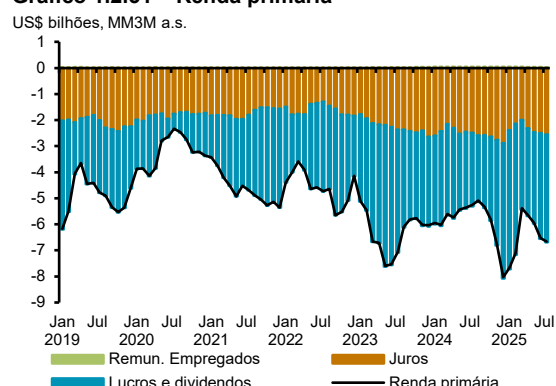


Gráfico 1.2.51 – Renda primária



No acumulado em doze meses, a entrada líquida de investimentos diretos tem sido inferior ao déficit em transações correntes desde maio. Enquanto o déficit em transações cresceu de forma significativa em 2025, na comparação com igual período de 2024, os ingressos de investimento direto foram ligeiramente inferiores aos observados no ano anterior, refletindo uma redução nas operações intercompanhia (Gráfico 1.2.52). Por outro lado, as operações de participação no capital cresceram com o reinvestimento de lucros. Por sua vez, os investimentos em carteira acumulam resultado ligeiramente positivo no ano, sustentado por entradas líquidas em títulos no país (Gráfico 1.2.53). Favorecidas pelo elevado diferencial de juros, essas operações mais que compensaram as saídas líquidas de posições em ações e fundos de investimento.

Gráfico 1.2.52 – Investimento direto no país

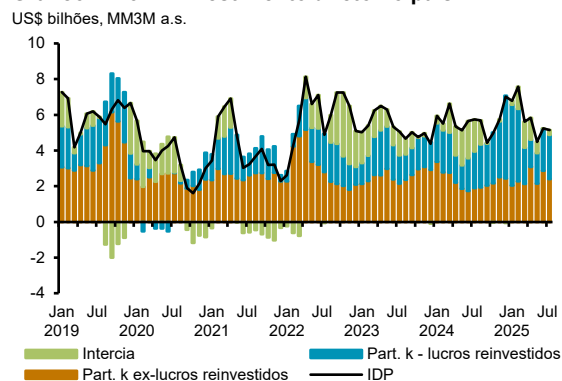
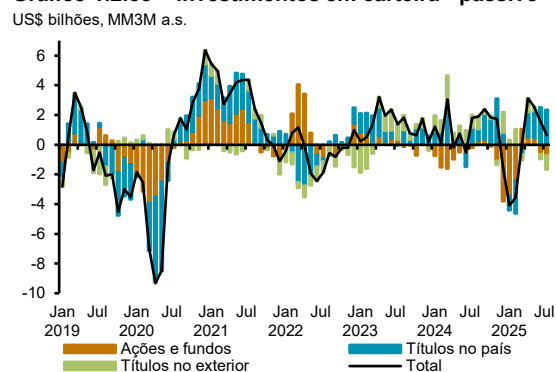


Gráfico 1.2.53 – Investimentos em carteira - passivo



As projeções para as contas externas em 2025 foram revisadas e seu detalhamento está disponível em [boxe neste Relatório](#). Em linha com os dados mais atuais, a revisão estatística ordinária mais recente, e as

conjunturas doméstica – incluindo a perspectiva de continuidade da moderação da atividade econômica brasileira – e internacional, espera-se déficit em transações correntes de US\$70 bilhões (3,1% do PIB), ante projeção de US\$58 bilhões (2,6% do PIB) no Relatório anterior. A projeção atualizada representa um déficit moderadamente maior do que o observado em 2024, de US\$58 bilhões (2,7% do PIB), e semelhante à previsão de ingresso líquido em Investimento direto no país (IDP), de US\$70 bilhões (3,1% do PIB), mesmo valor esperado no Relatório anterior. O box também apresenta a primeira projeção para as contas externas em 2026, com expectativa de redução no déficit em transações correntes, para US\$58 bilhões (2,4% do PIB), e manutenção no ingresso líquido de IDP, de US\$70 bilhões (2,8% do PIB).

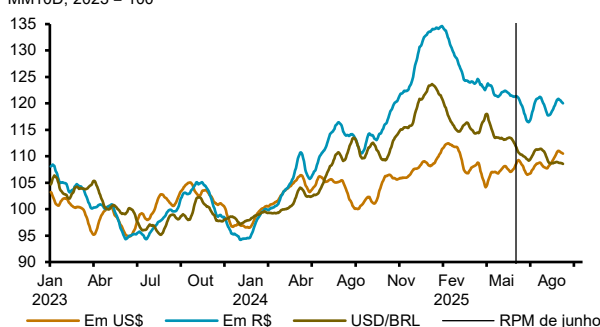
Preços

Apesar de algum recuo desde o Relatório anterior, a inflação ao consumidor permaneceu acima da meta e as expectativas de inflação seguiram desancoradas. O IPCA acumulou alta em doze meses de 5,13% até agosto, ante 5,32% até maio. Na média trimestral dessazonalizada, a média dos núcleos de inflação, menos volátil do que a inflação cheia, recuou ante o observado no trimestre anterior. Entre os três segmentos de preços livres, houve moderação mais relevante em alimentação no domicílio e bens industriais. Os preços de serviços, por outro lado, seguem pressionados, com cenário ainda caracterizado por mercado de trabalho aquecido e hiato do produto positivo. Adicionalmente, desde o Relatório anterior, houve novo movimento de apreciação do real. Nesse contexto, segundo o relatório Focus, houve recuo na expectativa de inflação para 2025, que permanece acima do limite superior do intervalo de tolerância ao redor da meta. Para horizontes mais longos, as expectativas apresentaram melhora limitada e continuam desancoradas.

O Índice de Commodities – Brasil (IC-Br) medido em reais apresentou novo recuo, refletindo o movimento da taxa de câmbio. A retração do IC-Br em reais desde o Relatório anterior foi de 1,1%, com alta de 2,0% do IC-Br em dólares e apreciação do real de 3,1% (Gráficos 1.2.54).³¹ Em dólares, as commodities agropecuárias subiram 1,4%, devido principalmente à alta das cotações internacionais do boi gordo e do café (Gráfico 1.2.55). O preço do boi gordo, que tem peso relevante no IC-Br³², acumula elevação de 30% nos últimos doze meses, reflexo da oferta reduzida de animais nos EUA. O preço do café, que vinha em queda desde o primeiro trimestre deste ano, voltou a subir recentemente, após problemas climáticos em regiões produtoras do Brasil. Houve alta de 7,9% em commodities metálicas, em movimento disseminado, e os preços das commodities energéticas recuaram 2,4%, devido à forte queda do gás natural nos EUA. Desde o pico recente em janeiro, o IC-Br em reais apresenta queda de 11%, explicada em grande parte pela apreciação do real ante o dólar no período.

Gráfico 1.2.54 – IC-Br e câmbio

MM10D, 2023 = 100



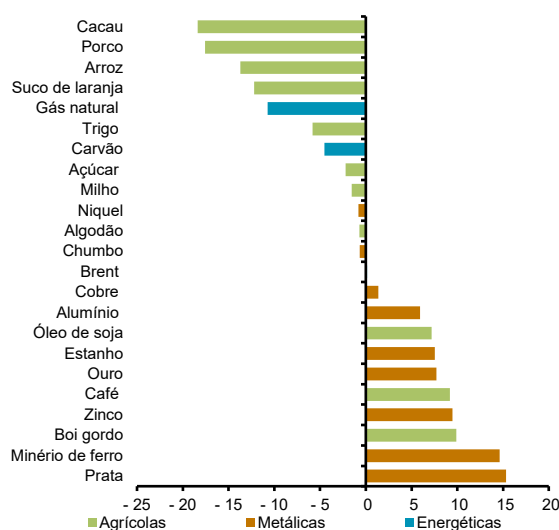
Fontes: Bloomberg e BC

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

32/ Os pesos das commodities no IC-BR são indicados nos metadados da série 27574 do IC-Br, no Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central do Brasil.

Gráfico 1.2.55 – Variação nos preços de commodities

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

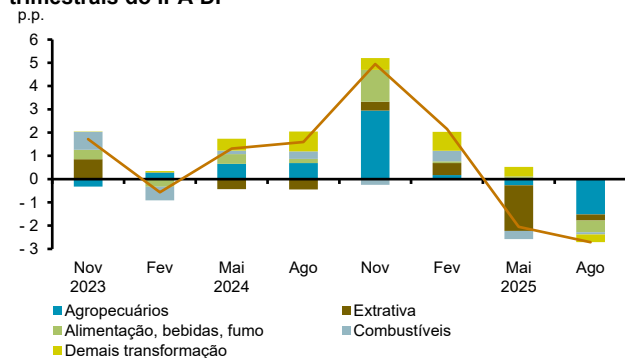


Fonte: Bloomberg

Os preços ao produtor voltaram a recuar, com quedas na agropecuária e na indústria de transformação.

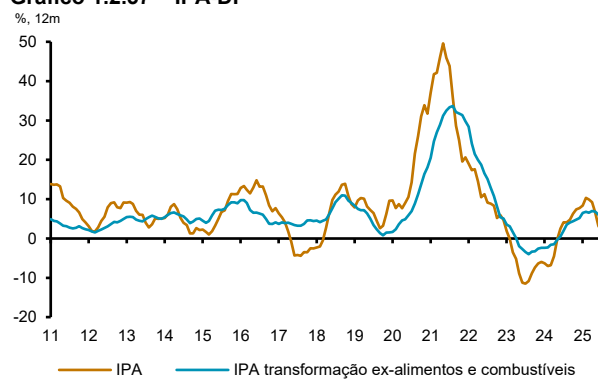
O Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) teve queda de 2,71% no trimestre encerrado em agosto, após recuo de 2,05% no trimestre anterior (Gráfico 1.2.56). A principal contribuição para o resultado veio da retração no segmento agropecuário (-5,73%), que reflete quedas fortes nos preços do café (-22,18%) e do milho (-16,01%).³³ O preço do boi gordo também apresentou queda no trimestre, em período de sazonalidade mais favorável. Com peso menor no IPA, os preços do arroz e da laranja voltaram a recuar e acumulam queda de 39,3% e 28,2% em doze meses, respectivamente. Os preços da indústria de transformação apresentaram queda de 1,70% nos três meses encerrados em agosto, após cinco trimestres de alta. A maior contribuição para o resultado veio da redução de 3,71% em produtos alimentícios industrializados. Combustíveis também apresentaram recuo, com destaque para a gasolina, cujo preço foi reduzido nas refinarias em junho. A queda de preços industriais também pode ser observada na medida que exclui combustíveis e alimentos industrializados. Esse movimento mais disseminado pode refletir, em parte, a apreciação do real desde o início do ano. De forma geral, as leituras recentes do IPA corroboram os sinais de moderação na inflação de alimentos e de bens industriais observados nos índices de preços ao consumidor.

Gráfico 1.2.56 – Contribuições para variações trimestrais do IPA-DI



Fonte: FGV

Gráfico 1.2.57 – IPA-DI



Fonte: FGV

A inflação ao consumidor diminuiu desde o Relatório anterior, tanto na variação acumulada em doze meses quanto na variação trimestral. A inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, passou de 1,25% para 0,39% entre os trimestres finalizados em maio e agosto, respectivamente, destacando-se a desaceleração

^{33/} Apesar do recuo no acumulado no trimestre até agosto, os preços dos cafés arábica e robusta voltaram a subir nas últimas semanas, com preocupações acerca dos impactos climáticos sobre a safra 25/26 no Brasil.

nos segmentos de alimentação no domicílio e bens industriais (Gráfico 1.2.58). Parte dessa desaceleração é sazonal, mas também pode ser observada nas séries ajustadas sazonalmente. No mesmo sentido, a média dos núcleos apresentou alta mais moderada, encerrando o período com variação anualizada de 4,33%, dentro do intervalo de tolerância da meta, na série com ajuste sazonal. No acumulado em doze meses, o IPCA recuou de 5,32% para 5,13% (Gráfico 1.2.59), movimento influenciado pelo efeito do bônus de Itaipu sobre os preços de energia elétrica, que reduziu a inflação em agosto, isoladamente. A média de núcleos teve variação em doze meses próxima do trimestre anterior, passando de 5,17% para 5,12% (Gráfico 1.2.60).

Gráfico 1.2.58 – Contribuições para variações trimestrais do IPCA

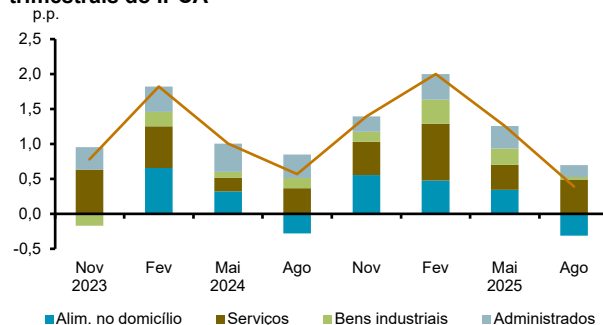


Gráfico 1.2.59 – IPCA

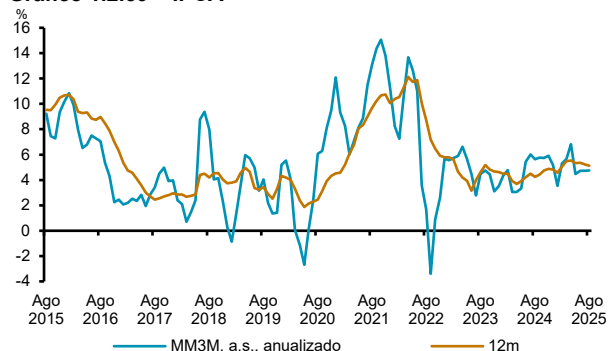
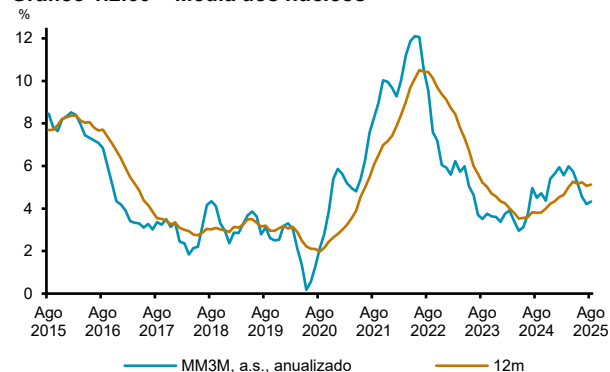
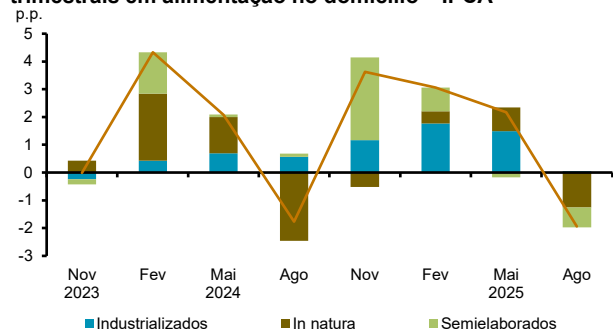


Gráfico 1.2.60 – Média dos núcleos



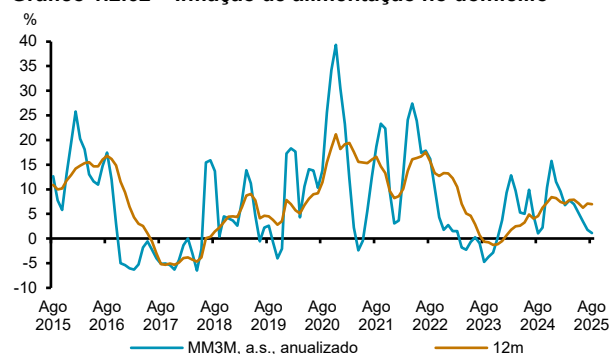
Os preços de alimentos ao consumidor seguiram desacelerando e apresentaram variação reduzida no trimestre na série dessazonalizada. Na série sem ajuste sazonal, os preços do segmento caíram 1,94% no trimestre encerrado em agosto, ante alta de 2,17% na variação dos três meses até maio (Gráfico 1.2.61). A queda de preços foi disseminada, com recuo em alimentos in natura, carnes de boi e frango, arroz e feijão e em alguns itens industrializados, como bebidas, condimentos e óleos e gorduras. Em particular, os preços do café moído, que vinham de alta de 18,17% no trimestre anterior, tiveram leve queda no trimestre até agosto, seguindo a retração dos preços do atacado. No caso da carne de frango, a queda nos preços ao consumidor parece associada à maior oferta doméstica, após restrições às exportações brasileiras. O recuo dos preços de alimentos é, em parte, sazonal, mas a série dessazonalizada também indica variação baixa no trimestre e desaceleração acentuada em alimentos industrializados (Gráfico 1.2.62).

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



Fontes: IBGE e BC

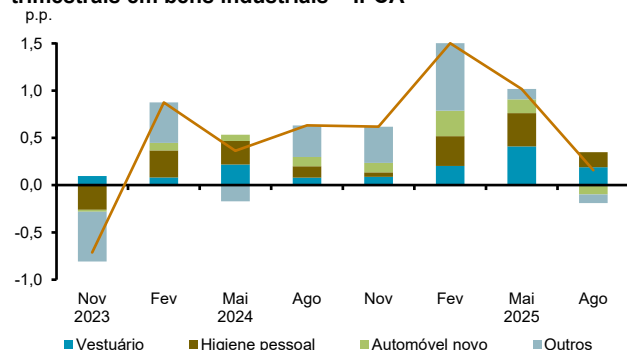
Gráfico 1.2.62 – Inflação de alimentação no domicílio



Fontes: IBGE e BC

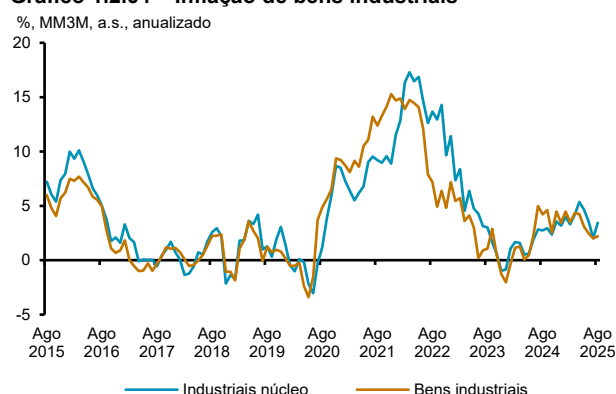
Os preços de bens industriais no IPCA desaceleraram em relação ao trimestre anterior. A alta dos preços do segmento passou de 1,02%, no trimestre encerrado em maio, para 0,16% no período equivalente terminado em agosto (Gráfico 1.2.63). Houve queda relevante em automóvel novo em julho e agosto, associada à redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) sobre o produto.³⁴ No entanto, mesmo excluindo este subitem, os preços de bens industriais também apresentaram moderação. Variações mais baixas foram observadas em vestuário, higiene pessoal e em materiais vinculados a reparos, limpeza, recreação e educação. Nas séries com ajuste sazonal, as variações de bens industriais recuaram de 3,10% para 2,20% em termos anualizados (Gráfico 1.2.64). Medidas alternativas que excluem os itens mais voláteis do segmento também indicam variações mais baixas no trimestre. Em doze meses, a inflação acumulada no segmento passou de 3,82% em maio para 3,33% em agosto, patamar ainda 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 em patamar elevado. Entre os trimestres finalizados em maio e agosto, a inflação de serviços passou de 1,01% para 1,39%, muito influenciada pela forte variação em passagem aérea (Gráfico 1.2.65). Excluindo este subitem, a variação recuou de 1,36% para 1,15%. O componente subjacente da inflação de serviços também desacelerou, de 1,70% para 1,27%. Excluindo as variações atípicas do subitem cinema, teatro e concertos,³⁵ a inflação subjacente de serviços teve desaceleração menor, de 1,53% para 1,32%. A moderação na inflação de serviços também pode ser observada nas séries com ajuste sazonal. As variações dessazonalizadas e anualizadas do componente subjacente passaram de 7,06% no trimestre encerrado em maio para 5,76% no trimestre finalizado em agosto. Apesar da acomodação em relação ao trimestre anterior, a inflação de serviços continua elevada, com diversas medidas da inflação subjacente com variações anualizadas ao redor de 6% nas séries com ajuste sazonal (Gráfico 1.2.67). Em doze meses, a inflação do segmento voltou a subir, passando de 5,80% em maio para 6,16% em agosto (Gráfico 1.2.66).

34/ Foi publicado em 11/07/2025, o Decreto 12,549, que alterou a sistemática do cálculo do IPI para veículos novos. Parte das alterações tiveram efeito imediato, com a redução a zero do IPI sobre modelos mais populares. Outras alterações devem ter efeitos mais defasados, em função do princípio da noventena.

35/ No trimestre anterior, em março, houve forte elevação do subitem devido à devolução dos descontos da Semana de Cinema em fevereiro. Neste trimestre, em agosto, houve impacto parcial dos descontos relativos à Semana de Cinema que vigorou entre 28 de agosto e 3 de setembro.

Gráfico 1.2.65 – Contribuições para variações trimestrais em serviços – IPCA

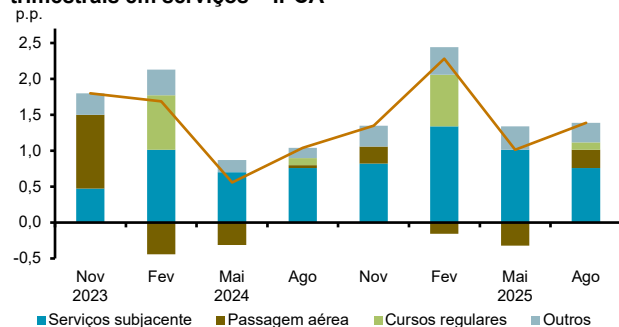


Gráfico 1.2.66 – Inflação de serviços

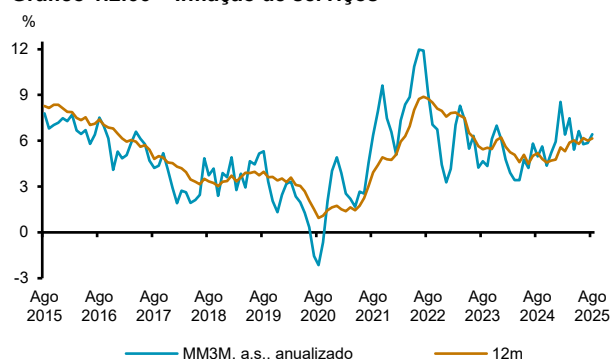
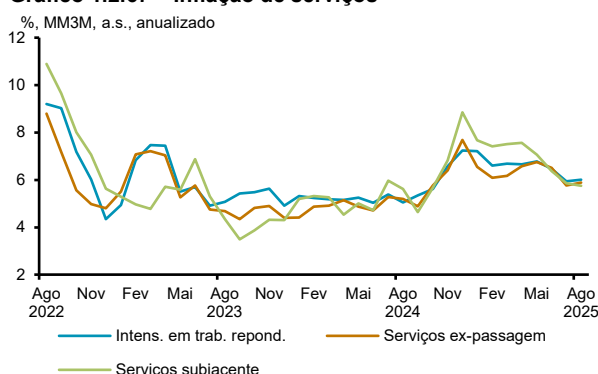


Gráfico 1.2.67 – Inflação de serviços



Os preços administrados apresentaram variação abaixo da observada no trimestre anterior, muito influenciados por desconto na tarifa de energia elétrica residencial. A variação no segmento passou de 1,24% no trimestre encerrado em maio para 0,66% no trimestre até agosto (Gráfico 1.2.68). Na variação acumulada em doze meses, também houve moderação, de 4,87% para 4,22% (Gráfico 1.2.69). A principal contribuição para a desaceleração no trimestre veio da variação mais baixa das tarifas de energia elétrica residencial – a distribuição do bônus de Itaipu aos consumidores, por meio de desconto na tarifa de agosto, mais do que compensou a transição para bandeira tarifária vermelha 2, no mesmo mês.³⁶ Também houve variação mais baixa de medicamentos, após altas sazonais no trimestre até maio (associadas a reajuste de preços máximos de medicamentos regulados). Adicionalmente, houve queda mais forte da gasolina no trimestre, seguindo a redução do preço do combustível nas refinarias em junho e a sazonalidade favorável do preço do etanol. No sentido contrário, houve alta expressiva no subitem jogos de azar, refletindo o reajuste de jogos lotéricos pela Caixa Econômica Federal no período.

Gráfico 1.2.68 – Contribuições para variações trimestrais em administrados – IPCA

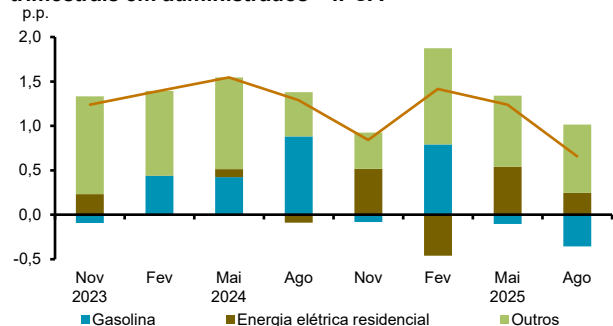
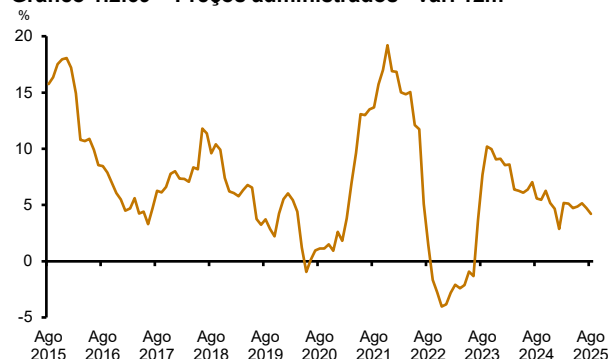


Gráfico 1.2.69 – Preços administrados - var. 12m



36/ O impacto do bônus de Itaipu na variação de preços em agosto deve ser integralmente compensado em setembro. Em relação às bandeiras tarifárias, no trimestre encerrado em agosto houve o impacto acumulado da transição da bandeira amarela (em maio) para vermelha 2 (em agosto). No trimestre anterior, houve transição da bandeira verde em fevereiro para amarela em maio. A variação do trimestre encerrado em agosto também foi influenciada por reajustes elevados em diversas capitais, incluindo a região metropolitana de São Paulo.

As expectativas para a inflação continuam desancoradas, embora tenham recuado para 2025 e, em menor medida, para 2026. A mediana das expectativas para 2025 passou de 5,25% para 4,83% desde o Relatório anterior (Gráfico 1.2.70), permanecendo acima do limite superior do intervalo de tolerância ao redor da meta de inflação. Houve redução relevante das expectativas para a alta de preços na alimentação no domicílio e em bens industriais (Tabela 1.2.7). Por outro lado, a expectativa mediana para o segmento de serviços em 2025 manteve-se praticamente inalterada. A expectativa para a inflação de preços administrados foi revisada para cima, possivelmente repercutindo o reajuste de jogos lotéricos e projeção maior para energia elétrica, conforme dados do QPC. Para o período 2026-2029, em relação ao Relatório de maio, verificaram-se discretas reduções nas expectativas, que continuam desancoradas (Gráfico 1.2.71).

Gráfico 1.2.70 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA em 2025

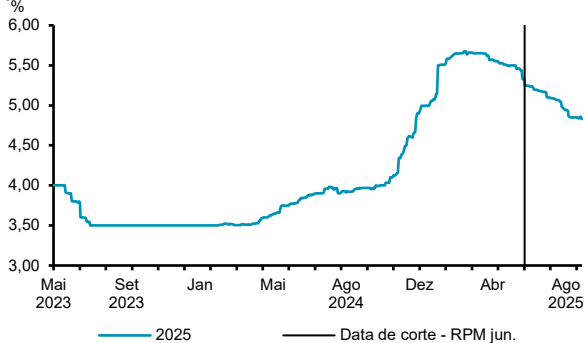
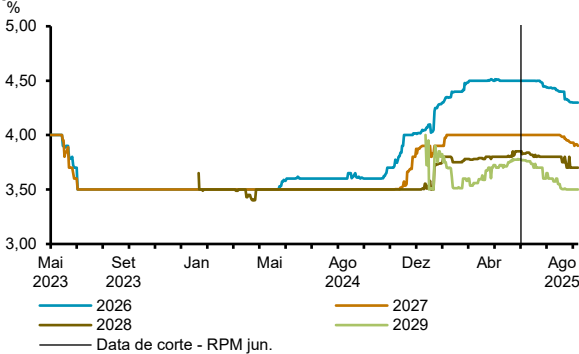


Tabela 1.2.7 – Abertura da revisão na projeção do Focus para 2025

	Peso	Projeção Focus (% a.a.)		
		13-jun	12-set	Contr. p/ Δ (p.p.)
IPCA	100	5,25	4,83	-0,42
IPCA (por agregação)	100	5,25	4,81	-0,43
Alimentação no domicílio	16	6,93	4,57	-0,37
Bens industriais	23	3,79	3,09	-0,16
Serviços	36	6,10	6,15	+0,02
Administrados	26	4,34	4,66	+0,08
Livres	74	5,62	4,86	-0,56
Livres (por agregação)	74	5,56	4,87	-0,52

Gráfico 1.2.71 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA - 2026 a 2029



Projeções para a evolução do PIB em 2025 e 2026

A projeção de crescimento do PIB para 2025 foi revisada de 2,1% para 2,0%, enquanto a estimativa inicial para 2026 é de 1,5%. Mantém-se a expectativa de continuidade da moderação da atividade econômica ao longo do segundo semestre de 2025, tendência que deve se estender para o ano seguinte.

A projeção central de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) para 2025 foi revisada de 2,1%, conforme apresentado no Relatório de junho, para 2,0%. A ligeira redução decorre dos efeitos, ainda incertos, do aumento das tarifas de importação pelos Estados Unidos da América (EUA), bem como de sinais de moderação da atividade econômica no terceiro trimestre. Esses fatores foram parcialmente compensados por prognósticos mais favoráveis para a agropecuária e para a indústria extrativa.

Para 2026, projeta-se crescimento de 1,5%, com expectativa de altas moderadas tanto nos componentes da oferta quanto na demanda agregada. A projeção considera a 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.

Revisão da projeção do PIB para 2025

Sob a ótica da oferta, houve elevação na projeção para a agropecuária, redução para a indústria e estabilidade na estimativa para o setor de serviços. A projeção para os setores menos cíclicos aumentou, refletindo principalmente a expectativa de maiores avanços na agropecuária e na indústria extrativa, como já mencionado, bem como no segmento de serviços de intermediação financeira, que registou desempenho robusto no primeiro semestre. Em contrapartida, a estimativa para os setores mais sensíveis ao ciclo econômico recuou, evidenciando a perspectiva de moderação da atividade.¹

A estimativa de crescimento da agropecuária passou de 8,0% para 9,0%, revisão que reflete, principalmente, novas altas nas estimativas de safra pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A estimativa para o crescimento anual da produção de grãos foi atualizada de 13,6% para 16,6% desde o Relatório de junho, com revisão significativa na estimativa para a cultura de milho, segundo o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA – IBGE).

A previsão para a indústria foi ajustada de 1,9% para 1,0%. A revisão reflete piora nos prognósticos para indústria de transformação, construção e “eletricidade e gás, água, esgoto, atividades de gestão de resíduos” (EGAER), impactados pelo desempenho abaixo do esperado no segundo trimestre e pelos primeiros resultados de indicadores mensais para o terceiro trimestre. Em sentido oposto, a estimativa de crescimento anual da indústria extrativa aumentou significativamente, impulsionada pela forte alta registrada no segundo trimestre, que refletiu, especialmente, a expressiva elevação da produção de petróleo.

Para o setor de serviços, a projeção de crescimento permaneceu em 1,8%, embora tenham sido realizadas revisões relevantes em segmentos específicos. Destaca-se a elevação significativa na estimativa para os serviços de intermediação financeira, contraposta pela redução nas previsões para os serviços de administração

1/ Classificação também utilizada na seção “Atividade econômica”. Atividades menos cíclicas: agropecuária; indústria extrativa; atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados; atividades imobiliárias; e administração, defesa, saúde e educação públicas e seguridade social. Mais cíclicas: demais atividades.

pública, saúde e educação. As alterações nos segmentos do setor terciário refletem as surpresas observadas nos resultados do segundo trimestre, bem como os primeiros sinais captados pelos indicadores mensais referentes ao terceiro trimestre.

No âmbito da demanda interna, a projeção para o crescimento anual do consumo das famílias foi revista de 2,1% para 1,8%. A revisão decorre, principalmente, da incorporação de dados mais recentes referentes ao terceiro trimestre, com destaque para os indicadores de comércio varejista, produção de bens de consumo e serviços prestados às famílias, que apontam para uma dinâmica de consumo mais moderada. Todavia, ainda se espera expansão do consumo nas famílias no segundo semestre. O mercado de trabalho segue resiliente, o que deve contribuir para sustentar a renda das famílias. Além disso, ainda que haja alguma incerteza quanto aos seus efeitos, a alta do consumo nesse período tende a ser favorecida pelo impacto do pagamento de precatórios — neste ano concentrado no terceiro trimestre — sobre a renda das famílias, bem como pelo aumento das concessões de crédito consignado a trabalhadores do setor privado, já observado a partir de julho.

A estimativa para o crescimento do consumo do governo também foi reduzida, passando de 1,2% para 0,5%, refletindo o desempenho abaixo do esperado observado nos resultados do segundo trimestre. Em contrapartida, a projeção para a variação da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) foi elevada de 2,8% para 3,3%, impulsionada pela expectativa de importação de mais uma plataforma destinada à produção de petróleo, cuja chegada deve ocorrer até o final do ano.

A projeção para a variação anual das exportações foi revista de 3,5% para 3,0%, refletindo a expectativa de desaceleração dos embarques ao longo do segundo semestre, em parte influenciada pela elevação das tarifas de importação pelos EUA. Por outro lado, a estimativa para as importações passou de 3,5% para 4,5%, resultado que incorpora um volume acima do esperado observado no segundo trimestre, além da já mencionada expectativa de chegada de uma nova plataforma de petróleo. Tendo em vista as variações estimadas para os componentes da demanda agregada, as contribuições da demanda interna e do setor externo para a evolução do PIB em 2025 são de 2,2% e -0,2%, respectivamente.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado no ano

Discriminação	2024	Variação %	
		2025 ¹	
		Anterior	Atual
Agropecuária	-3,2	8,0	9,0
Indústria	3,3	1,9	1,0
Extrativa mineral	0,5	4,5	6,5
Transformação	3,8	1,0	-0,2
Construção civil	4,3	2,5	1,0
EGAER ²	3,6	1,5	-1,5
Serviços	3,7	1,8	1,8
Comércio	3,8	1,8	1,0
Transporte, armazenagem e correio	1,9	1,7	1,4
Serviços de informação	6,2	5,8	6,5
Interm. financ.e serviços relacionados	3,7	0,7	3,0
Outros serviços	5,3	2,0	2,1
Atividades imobiliárias e aluguel	3,3	2,1	2,1
Adm., saúde e educação públicas	1,8	1,0	0,4
Componentes mais cíclicos	4,3	1,9	1,3
Componentes menos cíclicos	1,5	2,4	3,1
Valor adicionado a preços básicos	3,1	2,2	2,1
Impostos sobre produtos	5,5	1,7	1,4
PIB a preços de mercado	3,4	2,1	2,0
Consumo das famílias	4,8	2,1	1,8
Consumo do governo	1,9	1,2	0,5
Formação bruta de capital fixo	7,3	2,8	3,3
Exportação	2,9	3,5	3,0
Importação	14,7	3,5	4,5

Fontes: IBGE e BC

1/ Estimativa.

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

Projeção do PIB para 2026

Pelo lado da oferta, os setores de agropecuária, indústria e serviços devem crescer 1,0%, 1,4% e 1,5%, respectivamente.

A forte base de comparação deve limitar o crescimento da agropecuária em 2026. A safra recorde de grãos em 2025 contou com condições climáticas bastante favoráveis, que podem não se repetir em 2026. Além disso, o aumento nos preços relativos de defensivos e fertilizantes tende a reduzir o seu uso, com impacto negativo sobre a produtividade. Na pecuária, projeta-se moderação no abate de bovinos, reflexo da crescente participação de fêmeas nos abates dos últimos anos, fator que pode reduzir a disponibilidade de animais.

Nos setores secundário e terciário, projeta-se crescimento moderado na maioria dos segmentos. Na indústria, sobressai-se como exceção o setor extrativo, cuja previsão aponta para nova alta relevante, sustentada por prognósticos favoráveis dos principais produtores de petróleo e minério de ferro. No setor de serviços, espera-se avanço robusto — embora inferior ao observado em 2025 — nos serviços de informação e comunicação, segmento que tem demonstrado elevado dinamismo nos últimos anos.

Na demanda doméstica, as taxas de variação esperadas para o consumo das famílias, o consumo do governo e a FBCF são 1,4%, 1,0% e 0,3%, respectivamente.

A desaceleração do consumo das famílias deve refletir, entre outros fatores, um menor ritmo de expansão da população ocupada, em um contexto de taxa de desocupação já bastante baixa, e os níveis já elevados de endividamento e comprometimento da renda das famílias com os encargos da dívida. Em contrapartida, a resiliência da renda disponível das famílias deve contribuir para mitigar, em parte, a perda de dinamismo do consumo.

A redução do crescimento da FBCF em comparação ao projetado para 2025 reflete tanto a expectativa de um ritmo moderado de expansão ao longo do ano, sob efeitos da política monetária em terreno contracionista, quanto a previsão de um efeito de carregamento estatístico limitado do quarto trimestre de 2025 para 2026. Adicionalmente, a projeção contempla um volume menor de importações de plataformas destinadas à produção de petróleo, relevante fator para a expansão do investimento em 2025.

As exportações e as importações de bens e serviços devem crescer 2,5% e 1,5% — taxas inferiores às projetadas para 2025. Esse desempenho mais moderado das exportações é influenciado por diversos fatores, como a expectativa de um crescimento global menor do que o previsto para 2025, algum nível de restrição no acesso ao mercado norte-americano e a previsão de uma alta apenas modesta na produção agropecuária. A estimativa de desaceleração das importações reflete o arrefecimento esperado da demanda interna e, como já mencionado, a redução nas importações de plataformas para extração de petróleo. As contribuições das demandas interna e externa estão estimadas em 1,2% e 0,3%, respectivamente.

Tabela 2 – Produto Interno Bruto
Acumulado no ano

Discriminação	Variação %		
	2024	2025 ¹	2026 ¹
Agropecuária	-3,2	9,0	1,0
Indústria	3,3	1,0	1,4
Serviços	3,7	1,8	1,5
Valor adicionado a preços básicos	3,1	2,1	1,5
Impostos sobre produtos	5,5	1,4	1,4
PIB a preços de mercado	3,4	2,0	1,5
Consumo das famílias	4,8	1,8	1,4
Consumo do governo	1,9	0,5	1,0
Formação bruta de capital fixo	7,3	3,3	0,3
Exportação	2,9	3,0	2,5
Importação	14,7	4,5	1,0

Fontes: IBGE e BC

1/ Estimativa.

Trocas de emprego e prêmio salarial

Este box apresenta indicadores complementares que, em geral, corroboram a avaliação de que o mercado de trabalho está aquecido. A mobilidade de trabalhadores está elevada, como sugerem os patamares historicamente elevados das taxas de troca de ocupação e de rotatividade e o patamar historicamente baixo do tempo médio que um trabalhador leva para encontrar ocupação. O prêmio salarial pela troca de ocupação encontra-se em nível elevado, segundo dados da PNAD Contínua, mas dados do Caged sugerem queda desse prêmio nos últimos anos.

Introdução. O mercado de trabalho se mantém aquecido e sem sinais claros de desaceleração ou inflexão. Esse box apresenta indicadores complementares – alguns que já haviam sido apresentados em edição anterior desse Relatório¹ – que corroboram essa avaliação.

Tempo médio que um trabalhador recém ocupado ficou desocupado.² Calculado a partir de dados pareados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), o indicador apresenta boa aderência ao ciclo do mercado de trabalho: quanto mais aquecido o mercado de trabalho, menor é o tempo necessário para que um indivíduo desocupado passe a trabalhar. A exceção ocorreu durante o início da pandemia, quando, apesar do aumento da desocupação, o tempo de recolocação diminuiu — reflexo da maior desistência na busca por trabalho entre os desocupados há mais tempo. Com a dissipação da pandemia, a partir do segundo semestre de 2021, o indicador atingiu seu maior nível histórico, treze meses. Desde então, tem apresentado trajetória de queda consistente. Em 2025, o tempo médio é inferior a 10 meses – patamar historicamente baixo, semelhante ao observado em outro período de mercado de trabalho aquecido (2013-2014) e inferior ao registrado entre 2017 e 2019, quando a economia passava por uma recuperação gradual após uma recessão (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Tempo de procura até encontrar emprego e taxa de desocupação



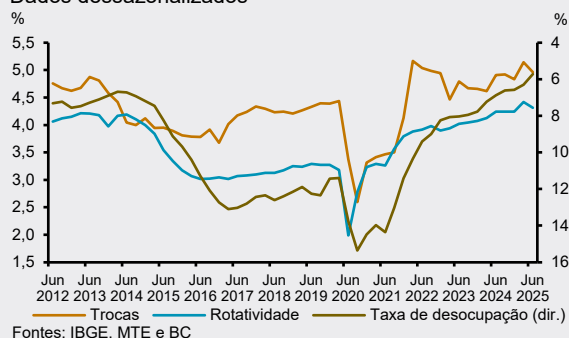
Taxa de troca entre ocupações (PNAD-Contínua)³ e taxa de rotatividade (Caged)⁴. Os dois indicadores medem a mobilidade dos trabalhadores e costumam apresentar relação inversa com a taxa de desocupação.

- 1/ Ver o box [Indicadores complementares de mercado de trabalho](#) de setembro de 2024.
- 2/ Calculado a partir de dados pareados da PNAD Contínua, o que permite acompanhar o entrevistado ao longo do tempo. Encontrando os mesmos indivíduos em dois trimestres consecutivos, o tempo médio de procura até encontrar trabalho foi calculado para aqueles que estavam desocupados em um trimestre (a pesquisa contempla a informação sobre o número de meses de busca por emprego) e ocupados no trimestre seguinte. Como não é possível precisar o mês em que o entrevistado passou a trabalhar, somou-se um mês e meio à média.
- 3/ Com dados pareados, consideram-se trocas os casos em que os indivíduos estão ocupados nos trimestres t e $t-1$, sendo que, em t , encontram-se ocupados há até 2 meses. O total de trocas foi dividido pelos ocupados em $t-1$. Por limitação da pesquisa, não é possível separar as pessoas que pediram demissão daquelas que foram demitidas.
- 4/ É o mínimo entre o total de admitidos e desligados no mês dividido pela quantidade de vínculos de trabalho existentes no mês anterior.

À medida que o mercado se aquece, surgem mais — e potencialmente melhores — oportunidades, o que estimula os trabalhadores a buscar novas posições. No caso do indicador construído com dados da PNAD Contínua, no entanto, essa relação foi menos evidente durante a recessão de 2015-2016. Naquele período, o desemprego aumentou acentuadamente, mas as trocas de ocupação tiveram queda modesta (Gráfico 2). Parte desse amortecimento pode ser explicada pelo crescimento das transições do emprego formal para o informal⁵, impulsionado pela necessidade das famílias de preservar parte da renda do trabalho em momento de crise econômica. Entre 2017 e 2019, período de recuperação da atividade econômica, observou-se aumento gradual das trocas. Com a pandemia, houve queda acentuada. Nos últimos anos, tanto a taxa de trocas quanto a de rotatividade voltaram a subir, alcançando atualmente níveis historicamente elevados.

Gráfico 2 – Quantidade de trocas trimestrais e rotatividade

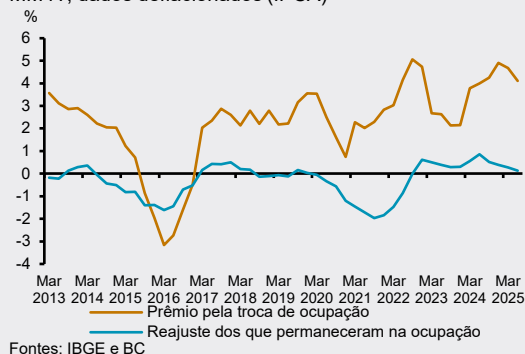
Dados dessazonalizados



Prêmio salarial pela troca de ocupação (PNAD-Contínua).⁶ O prêmio salarial associado às trocas de ocupação também está em nível historicamente elevado. Em média, mudanças de ocupação vêm acompanhadas de ganhos salariais, refletindo o fato de que muitos trabalhadores trocam de ocupação voluntariamente visando à obtenção de melhores remunerações. Esses ganhos tendem a ser mais expressivos em períodos de aquecimento do mercado de trabalho, quando há maior concorrência entre empregadores pela força de trabalho. Por outro lado, em fases de retração econômica, a oferta de vagas se reduz e o prêmio salarial tende a diminuir, podendo, em alguns casos, tornar-se negativo. Considerando-se a média móvel de quatro trimestres, o prêmio ficou entre 2% e 3% entre 2013 e 2014, caiu acentuadamente com a recessão e voltou ao patamar inicial entre 2017 e 2019. A partir da pandemia o prêmio ficou mais volátil, mas em 2024 e 2025 tem ficado entre 4% e 5%, corroborando a avaliação de aquecimento do mercado de trabalho (Gráfico 3). Adicionalmente, observa-se que, na maior parte do período analisado, a variação do rendimento médio dos trabalhadores que trocaram de ocupação entre dois trimestres consecutivos supera a daqueles que permaneceram na mesma posição. Uma exceção ocorreu durante a crise econômica de 2015-2016.

Gráfico 3 – Prêmio salarial das trocas

MM4T; dados deflacionados (IPCA)

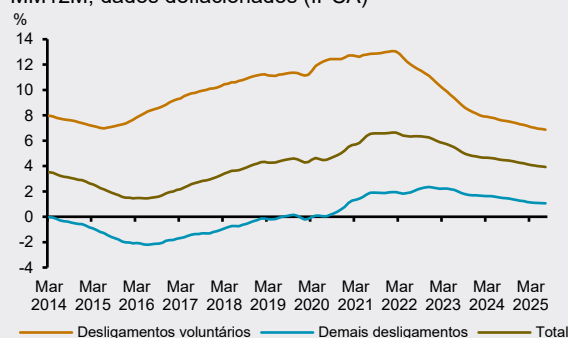


5/ Para mais informações sobre ritmo de crescimento e mudanças na composição da população ocupada, vide o box [Evolução dos mercados de trabalho formal e informal nos recentes ciclos de atividade econômica](#) do Relatório de Inflação de dezembro de 2019.

6/ Calculado como a variação no rendimento médio real entre dois trimestres consecutivos, considerando apenas os trabalhadores que, no trimestre atual, ocupam uma posição diferente daquela registrada no trimestre anterior.

Prêmio salarial pela troca de emprego (Caged).⁷ Os dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) permitem captar apenas trocas ocorridas no segmento de emprego formal privado com carteira assinada, excluindo outras formas de ocupação formal e as informais. Por outro lado, essa fonte de informação permite segmentar o prêmio entre os desligamentos voluntários e os demais (Gráfico 4). Como esperado, o prêmio salarial dos desligamentos voluntários supera o dos demais em todo o período. Todavia, ao contrário da variável semelhante construída com dados da PNAD-Contínua, o prêmio salarial medido pelo Caged está diminuindo há três anos, tanto para os desligamentos voluntários quanto para os demais. Essa redução é mais pronunciada entre os desligamentos voluntários, com o prêmio atingindo um patamar historicamente baixo. A segmentação por nível de escolaridade e faixa etária indica que essa tendência de queda do prêmio salarial dos desligamentos voluntários nos últimos três anos é disseminada (Gráficos 5 e 6).

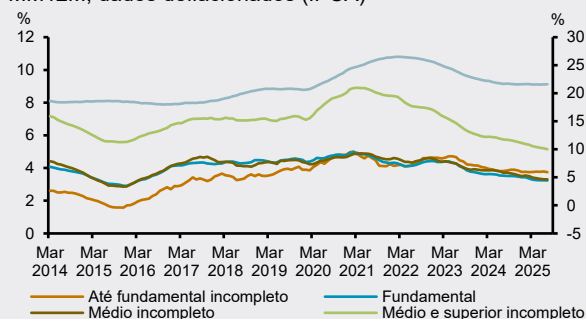
Gráfico 4 – Prêmio salarial
MM12M; dados deflacionados (IPCA)



Fontes: MTE e BC

Gráfico 5 – Prêmio nos desligamentos voluntários por escolaridade

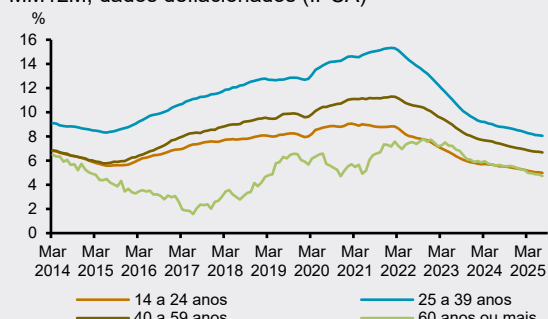
MM12M; dados deflacionados (IPCA)



Fontes: MTE e BC

Gráfico 6 – Prêmio nos desligamentos voluntários por faixa de idade

MM12M; dados deflacionados (IPCA)



Fontes: MTE e BC

Conclusão. Em síntese, o atual dinamismo do mercado de trabalho e sua baixa ociosidade se refletem em indicadores associados à mobilidade e ao tempo necessário para encontrar trabalho. Já a evolução do prêmio salarial apresenta divergências conforme a fonte de dados utilizada: enquanto os cálculos com base na PNAD Contínua apontam níveis historicamente elevados, os dados do Caged indicam uma trajetória de desaceleração.

7/ Calculado a partir de base de dados com empresas e indivíduos identificados. Acompanhando os indivíduos ao longo do tempo, calculou-se o prêmio salarial, medido pela diferença percentual entre o salário de admissão no mês t e o último salário no emprego anterior, considerando apenas os desligamentos ocorridos nos meses t , $t-1$ ou $t-2$. Para o cálculo do prêmio foram descartados os trabalhadores intermitentes e os casos em que a empresa que contratou foi a mesma que realizou o desligamento. Também foram desconsiderados os salários menores que 0,3 salário-mínimo e os maiores de 150 salários-mínimos, seguindo o critério adotado pelo Ministério para o cálculo do rendimento médio. Os prêmios foram deflacionados pelo IPCA e expressos em médias móveis de doze meses para suavização. Ressalta-se que a série calculada contempla dados anteriores e posteriores à mudança do Caged ocorrida em 2020. Portanto, as comparações entre períodos devem ser feitas com cautela. 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.

Efeitos do trabalho por aplicativos no mercado de trabalho

Este boxe analisa a repercussão da introdução das plataformas digitais de serviços de transporte de passageiros e de entrega de mercadorias no mercado de trabalho brasileiro. Os resultados de dois exercícios distintos sugerem que esse fenômeno teve impacto na taxa de participação na força de trabalho, no nível de ocupação e também na taxa de desocupação.

Introdução

O uso de aplicativos de telefone e internet para contratação de serviços de transporte pessoal e de entrega surgiu cerca de uma década atrás e desde então tem crescido e se tornado relevante para a economia brasileira. Por exemplo, transporte por aplicativos passou a fazer parte do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), medida de inflação usada como referência no sistema de meta para a inflação brasileiro, a partir de 2020, refletindo os resultados da Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) dos anos de 2017 e 2018. Em agosto de 2025, o peso do subitem “transporte por aplicativo” no IPCA foi de 0,3%, enquanto, como comparação, o peso de “passagem aérea” foi 0,6%. Como aquele peso ainda reflete uma estimativa de quantidade consumida oriunda da POF 2017/2018, é possível que atualmente sua relevância seja ainda maior.

Este boxe utiliza dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) a fim de compreender as implicações desse fenômeno sobre o mercado de trabalho brasileiro. Após descrição da estimativa do número de trabalhadores por aplicativos, duas análises distintas são apresentadas. Os resultados dos dois exercícios sugerem que esse fenômeno contribuiu para a elevação do nível de ocupação e da taxa de participação e favoreceu a redução da taxa de desocupação.

Estimativa do número de “trabalhadores por aplicativos”

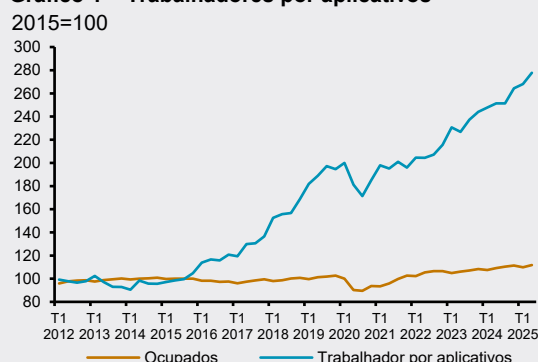
A expressão “trabalhadores por aplicativos” usada neste boxe representa categorias profissionais que cresceram muito com o advento das plataformas, embora nem todos estejam ocupados por meio delas. Como ponto de partida são considerados, do ponto de vista da posição na ocupação, apenas os trabalhadores por conta própria.¹ Trabalhadores em plataformas digitais de transporte de passageiros são estimados através do cruzamento da atividade “Transporte rodoviário de passageiros”, da Classificação Nacional de Atividades Econômicas adaptada para pesquisas domiciliares (CNAE domiciliar) com os tipos de ocupação “Condutores de motocicletas” e “Condutores de automóveis taxis e caminhonetes”, da Classificação Brasileira de Ocupações adaptada para pesquisas domiciliares (CBO domiciliar). Trabalhadores em plataformas digitais de entrega em domicílio são estimados através do cruzamento das atividades “Transporte rodoviário de carga” e “Atividades de malote e de entrega” (CNAE domiciliar) com os tipos de ocupação “Condutores de motocicletas” e “Condutores de automóveis, taxis e caminhonetes” (CBO domiciliar).

1/ Por exemplo, outros tipos de posição na ocupação são empregados com carteira, empregados sem carteira e empregadores, entre outros.

O número de trabalhadores por aplicativos tem apresentado crescimento robusto. Esse avanço foi impulsionado pelo surgimento de novas tecnologias e pelo baixo custo de entrada nesse tipo de atividade.² Segundo dados da PNAD Contínua, entre 2015 e o segundo trimestre de 2025, enquanto a população ocupada no país cresceu cerca de 10%, o número de trabalhadores por aplicativos, composto por trabalhadores em plataformas digitais de transporte de passageiros e de entrega em domicílio aumentou 170%, passando de cerca de 770 mil para 2,1 milhões.

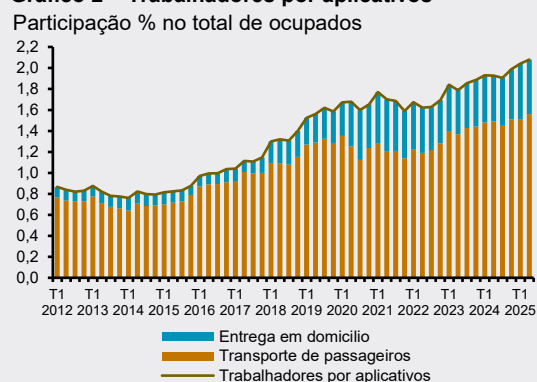
Apesar do crescimento expressivo, a participação desses trabalhadores ainda é relativamente pequena: passou de 0,8% para 2,1% da população ocupada (PO) entre 2015 e 2025 e de 0,5% para 1,2% da população em idade de trabalhar (PIT) nos mesmos períodos. Observa-se que, entre 2015 e 2017, o crescimento foi mais acentuado nos serviços de transporte de passageiros. De 2017 a 2021, o dinamismo foi maior nos serviços de entrega em domicílio (Gráfico 2).

Gráfico 1 – Trabalhadores por aplicativos



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 2 – Trabalhadores por aplicativos



Fontes: IBGE e BC

Contrafactuais sem crescimento extraordinário da ocupação por aplicativos

O primeiro exercício utiliza a dimensão temporal de variáveis do mercado de trabalho brasileiro visto de forma agregada, ou seja, sem explorar diferenças entre localidades. O objetivo desse exercício é estimar valores contrafactuais do nível de ocupação (NO)³, da taxa de participação (TP)⁴ e da taxa de desocupação (TD) para um cenário hipotético em que o crescimento acelerado do número de trabalhadores por aplicativos, muito acima dos padrões históricos, não tivesse ocorrido.

Para esse fim, a PO foi segmentada em dois grupos: PO por aplicativos (PO aplicativos) e demais ocupados (PO ex-aplicativos). Uma PO contrafactual foi então calculada como a soma desses dois grupos, considerando um cenário em que o grupo de trabalhadores por aplicativos tivesse crescido à mesma taxa da PO ex-aplicativos a partir do primeiro trimestre de 2015 — quando teve início o crescimento acelerado do número de trabalhadores por aplicativos. Com base nessa PO contrafactual, foi estimado o NO contrafactual, que mostra um afastamento progressivo dos valores observados. No segundo trimestre de 2025, o NO contrafactual situava-se 0,8 ponto percentual abaixo do NO de fato observado (Gráfico 3).

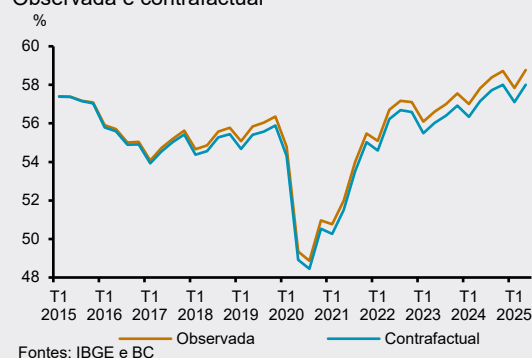
2/ O serviço de transporte por aplicativo Uber, por exemplo, chegou ao Brasil em 2014, com transporte de passageiros em automóveis de alto padrão. Em 2015, começou a atender outros segmentos, passando a se expandir rapidamente nos anos seguintes.

3/ Razão entre a população ocupada e a população em idade de trabalhar.

4/ Razão entre a população na força de trabalho e a população em idade de trabalhar.

Gráfico 3 – Nível de ocupação

Observada e contrafactual



Para estimar a população desocupada (PD) e a população fora da força de trabalho (PFFT) contrafactuais — e, com elas, calcular as taxas contrafactuais de participação e de desocupação — é necessário estabelecer hipóteses sobre o destino da população ocupada extraordinária (PO extraordinária), aquela formada pela diferença entre a PO observada e a PO contrafactual. Ou seja, é preciso considerar o que teria ocorrido com esse contingente caso não se ocupasse. Três casos são analisados, sendo dois extremos, utilizados como referências, e um intermediário, que busca retratar de forma mais realista a dinâmica do mercado de trabalho:

- **Cenário 1 (PD máxima):** Supõe-se que todas as pessoas da PO extraordinária teriam buscado trabalho, mas sem sucesso, tornando-se desocupadas.
- **Cenário 2 (PFFT máxima):** Neste caso, supõe-se que essas pessoas não teriam buscado trabalho, passando diretamente para fora da força de trabalho.
- **Cenário 3 (PD e PFFT intermediárias):** Considera-se que parte da PO extraordinária teria se tornado desocupada e parte teria ido para fora da força de trabalho, refletindo uma situação intermediária e mais plausível. A partição foi calibrada considerando-se a proporção observada de transições da PD e da PFFT para a PO aplicativos.⁵

No cenário 1 (PD máxima), a taxa de desocupação se distancia gradualmente da observada, ficando 1,2 p.p. acima no segundo trimestre de 2025. Nesse cenário, a taxa de participação (TP) permanece idêntica à efetivamente registrada, já que toda a PO extraordinária é considerada como desocupada, sem alteração no tamanho da força de trabalho em relação ao ocorrido. No cenário 2 (PFFT máxima), a TD praticamente não se altera, mas a TP recua, situando-se 0,8 p.p. abaixo da taxa observada no final do período. Por fim, no cenário 3 (PD e PFFT intermediárias), considerado mais plausível, os resultados para TD e TP são intermediários, como esperado. No segundo trimestre de 2025, a TD estaria 0,6 p.p. acima da observada — ou seja, metade do impacto registrado no cenário 1, que representa o limite superior para a TD. A TP, por sua vez, ficaria 0,2 p.p. abaixo do valor efetivamente observado (Gráficos 4 e 5).

5/ Com dados pareados, é possível segmentar a PO aplicativo em três grupos, a depender da condição anterior em relação à força de trabalho: ocupado, desocupado e fora da força de trabalho. Descartando-se a condição de ocupado, calcula-se a cada trimestre a proporção dos desocupados e fora da força de trabalho.

Gráfico 4 – Taxa de desocupação
Observada e contrafactuais

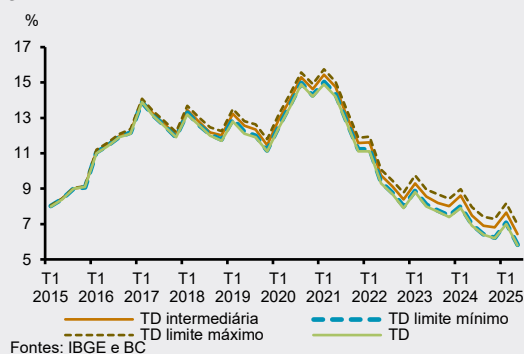
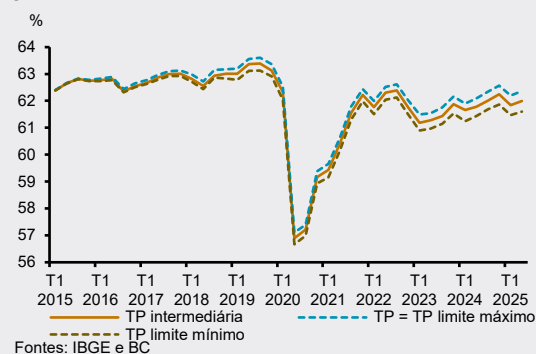


Gráfico 5 – Taxa de participação
Observada e contrafactuais



Estimativa dos impactos no mercado de trabalho com uso da dispersão regional

Este exercício utiliza a heterogeneidade regional do crescimento do número de trabalhadores por aplicativos, desde 2015, para estimar a relação entre seu crescimento e a evolução do nível de ocupação e das taxas de participação e desocupação.⁶ Para isso, estimaram-se modelos com dados em painel relacionando cada variável de interesse do mercado de trabalho com a importância dos trabalhadores por aplicativos na população em idade de trabalhar. Incluem-se efeitos fixos de local e de tempo como controles. Os locais são os 146 estratos da PNAD Contínua (IBGE) e a amostra compreende os anos entre 2015 (ano anterior ao começo do crescimento desse tipo de trabalhadores, como mostram os Gráficos 1 e 2) e 2024. Formalmente,

$$Y_{it} = \beta \text{Aplicativo}_{it} + \alpha_i + \tau_t + \varepsilon_{it},$$

onde $Y_{it} \in \{NO, TP, TD\}$ é a taxa de interesse na região i no ano t , Aplicativo_{it} é a participação dos trabalhadores por aplicativos, como definidos anteriormente, na população em idade de trabalhar, α_i e τ_t são os efeitos fixos de local e de tempo, respectivamente, e ε_{it} é o termo de erro. β é coeficiente de interesse, que captura o impacto que a ocupação por aplicativos tem sobre a variável de interesse.

Vale a ressalva de que o coeficiente possivelmente estará enviesado em relação ao verdadeiro efeito causal, considerando a possível existência de outros mecanismos que associem o trabalho por aplicativos com variáveis-chave do mercado de trabalho. Por exemplo, é plausível que a participação dos trabalhadores por aplicativos seja influenciada pela taxa de desocupação, com maior adesão quando e onde a desocupação é maior. A existência desse mecanismo de causalidade reversa faria com que o coeficiente estimado fosse menos negativo que o verdadeiro efeito causal.

A Tabela 1 apresenta os resultados dos coeficientes estimados, além dos intervalos de confiança de 95% considerando erros robustos para heterocedasticidade e autocorrelação serial.⁷ Além do modelo base, rotulado como 1, a tabela apresenta ainda resultados de um modelo alternativo, a ser apresentado posteriormente.

Segundo o modelo 1, um aumento de 1 p.p. da participação de trabalhadores por aplicativos na PIT está associado a um aumento 1,12 p.p. no nível de ocupação. O intervalo de confiança inclui o valor de referência

6/ O artigo “The labor market impacts of ridesharing on American cities”, OMBERG, Tucker, Labour Economics (2024), explora a introdução escalonada do serviço de transporte por aplicativo Uber nas cidades americanas para estimar o impacto sobre o mercado de trabalho desse novo modo de inserção na ocupação. O autor estima que a entrada da empresa Uber em uma cidade reduz a taxa de desocupação na localidade entre 0,2 p.p. e 0,5 p.p. Na ausência desses dados para o Brasil, adotou-se neste box estratégia alternativa.

7/ Erros robustos à heterocedasticidade e à autocorrelação serial intra-localidade, com os resíduos agrupados por local.

“um” – sugerindo que o aumento das ocupações por aplicativos não se deu em substituição às demais ocupações. Além disso, a estimativa pontual da associação entre o aumento de trabalhadores por aplicativos e a taxa de participação (0,87 p.p.) indica que a maioria das pessoas que ingressaram nesse tipo de ocupação vem de fora da força de trabalho, sugerindo que essa nova forma de ocupação permite que algumas pessoas se vinculem mais ativamente ao mercado de trabalho. Por fim, um aumento de 1 p.p. nos trabalhadores por aplicativos está associado com uma redução de 0,41 p.p. na taxa de desocupação – estimativa pontual que não é estatisticamente significativa, embora seja economicamente relevante. De acordo com esse modelo, o aumento de 0,66 p.p. da participação dos trabalhadores por aplicativos na PIT ocorrida entre 2015 e 2024 (Gráfico 2) estaria associada a uma queda de 0,27 p.p. na taxa de desocupação (Tabela 2). Também é possível estimar a variação da taxa de desocupação indiretamente através dos modelos para o NO e TP. A estimativa indireta é de 0,33 p.p., bastante próxima ao do modelo próprio para a TD, sugerindo que os resultados dos modelos para as três taxas são compatíveis (Tabela 1).

Tabela 1 – Estimativas dos coeficientes β

Regressor	Modelo ¹	
	1	2
Variável dependente: Nível de ocupação		
Aplicativo	1,12 [0,36; 1,88]	
Tranporte		0,98 [0,10; 1,87]
Entregas		1,65 [-0,04; 3,35]
Variável dependente: Taxa de participação		
Aplicativo	0,87 [0,15; 1,60]	
Tranporte		0,73 [-0,13; 1,58]
Entregas		1,46 [-0,34; 3,27]
Variável dependente: Taxa de desocupação		
Aplicativo	-0,41 [-1,00; 0,19]	
Tranporte		-0,49 [-1,20; 0,23]
Entregas		-0,08 [-1,54; 1,38]

1/ Valores entre os colchetes referem-se ao intervalo de confiança 95% de significância. Foram utilizadas variáveis em nível.

Adicionalmente, o modelo 2 explora possível heterogeneidade do impacto de diferentes tipos de aplicativos (transportes ou entregas). Os resultados sugerem que o efeito sobre a taxa de desocupação é proporcionalmente maior no caso dos aplicativos de transporte e que os efeitos sobre o nível de ocupação e sobre a taxa de participação são maiores no caso dos aplicativos de entrega.

Considerando-se a variação na participação dos trabalhadores por aplicativos entre 2015 e 2025, os impactos sobre os indicadores do mercado de trabalho obtidos por cada um dos modelos estão resumidos na Tabela 2.

Tabela 2 – Efeito sobre as taxas associado aos aplicativos
Variação 2024 - 2015 (p.p.)

	Observado	Modelos		
		1	2	Média
NO	0,71	0,74	0,79	0,76
TP	-0,46	0,58	0,63	0,60
TD (direto)	-1,81	-0,27	-0,24	-0,25
TD (indireto)	-1,81	-0,33	-0,33	-0,33

Em resumo, as estimativas apresentadas neste exercício sugerem que os novos postos por aplicativos não foram criados em detrimento às demais ocupações, que a maioria dos seus trabalhadores vem de fora da força de trabalho e que o impacto sobre a taxa de desocupação seria da ordem de -0,3 p.p. (embora não estatisticamente significativa). É importante destacar que as estimativas apresentadas podem não representar o verdadeiro efeito causal que o crescimento da ocupação por aplicativos tem no mercado – pela possível existência de mecanismos alternativos de associação entre as variáveis, como causalidade reversa. Portanto, as estimativas devem ser interpretadas com cautela.

Conclusão

Os dois exercícios considerados em conjunto sugerem que o advento do trabalho por meio de plataformas digitais representa uma mudança estrutural no mercado de trabalho, que contribuiu para o maior ingresso de pessoas na força de trabalho e na ocupação, com efeitos positivos sobre os principais indicadores. O crescimento extraordinário da quantidade de trabalhadores por aplicativos resultou em elevação do nível de ocupação e da taxa de participação, além de uma redução da taxa de desocupação. Adotando-se o cenário 3 do primeiro exercício, os impactos estimados até o segundo trimestre de 2025 foram de 0,8 p.p. no nível de ocupação, 0,2 p.p. na taxa de participação e -0,6 p.p. na taxa de desocupação. De forma comparativa, os resultados dos modelos com dados em painel, da segunda abordagem, sugerem efeitos semelhantes sobre o nível de ocupação (0,7 p.p.), mais intensos sobre a taxa de participação (0,6 p.p.) e um pouco menores sobre a taxa de desocupação (-0,3 p.p.).

Impacto da educação e da demografia em indicadores do mercado de trabalho

Este boxe indica que mudanças na composição da população em idade de trabalhar – em termos de sexo, escolaridade e faixa etária – impactaram positivamente a taxa de participação e o nível de ocupação, mas tiveram efeito mais limitado sobre a taxa de desocupação.

Este boxe avalia como o avanço da escolaridade e as mudanças na composição demográfica da população em idade de trabalhar (PIT) podem ter influenciado os indicadores do mercado de trabalho, especialmente a taxa de desocupação. A análise busca verificar se esses fatores estruturais dificultam a comparação dos níveis atuais com os observados em períodos anteriores.

Para isso, a PIT foi segmentada em 48 grupos, resultantes da combinação de sexo (duas categorias), escolaridade (quatro níveis) e faixa etária (seis intervalos).¹ Com base nessa estrutura, foram calculadas taxas contrafactuais de participação na força de trabalho (TP), taxa de desocupação (TD) e nível de ocupação (NO), mantendo constante a composição demográfica (sexo e faixa etária) e os níveis educacionais observados no primeiro trimestre de 2014 — período de menor TD antes da pandemia. A partir desse trimestre de referência, a participação relativa de cada grupo na PIT foi mantida constante, enquanto as taxas TP_t^i e TD_t^i de cada grupo continuaram a evoluir conforme os dados efetivos. Todo o estudo foi realizado com dados dessazonalizados de população em idade de trabalhar, população ocupada e população desocupada, tratados individualmente para cada um dos 48 grupos definidos.

Cálculo dos indicadores contrafactuais

A taxa de participação e a taxa de desocupação agregadas podem ser expressas como:

$$TP_t = \sum_i TP_t^i \frac{PIT_t^i}{PIT_t} \quad e$$

$$TD_t = \sum_i TD_t^i \frac{TP_t^i PIT_t^i}{TP_t PIT_t}$$

Mantendo-se constante a distribuição da PIT a partir do trimestre de referência, obtém-se a TP contrafactual (TP_t^*) e, com ela, a TD contrafactual (TD_t^*):

$$TP_t^* = \sum_i TP_t^i \frac{PIT_{t=ref}^i}{PIT_{t=ref}} \quad e$$

$$TD_t^* = \sum_i TD_t^i \frac{TP_t^i PIT_{t=ref}^i}{TP_t^* PIT_{t=ref}}$$

1/ Sexo: (1) masculino; (2) feminino. Escolaridade: (1) até fundamental incompleto; (2) fundamental completo ou médio incompleto; (3) médio completo ou superior incompleto; (4) superior completo. Faixa etária: (1) 14 a 24 anos; (2) 25 a 34 anos; (3) 35 a 44 anos; (4) 45 a 54 anos; (5) 55 a 64 anos; (6) 65 anos ou mais.

Além disso, o nível de ocupação contrafactual (NO_t^*) pode ser obtido pela identidade:

$$NO_t^* = (1 - TD_t^*) \cdot TP_t^*$$

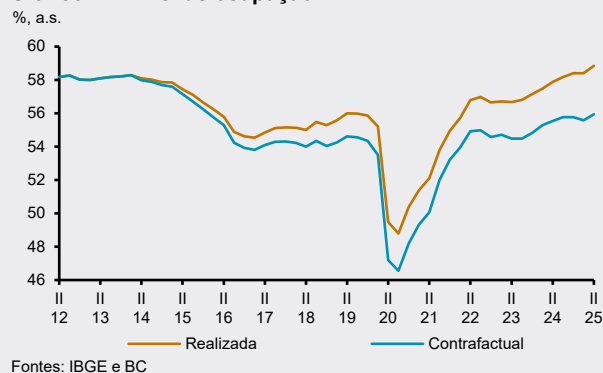
Resultados

Os impactos sobre a taxa de participação e o nível de ocupação são significativos. Caso a estrutura da população em idade de trabalhar tivesse permanecido constante desde o início de 2014 e as taxas de participação e desocupação de cada grupo sexo-idade-escolaridade tivessem evoluído conforme os dados observados, a taxa de participação agregada estaria cerca de 2,5 pontos percentuais abaixo do nível atual e o nível de ocupação quase 3,0 pontos percentuais abaixo (Gráficos 1 e 2).

Gráfico 1 – Taxa de participação



Gráfico 2 – Nível de ocupação

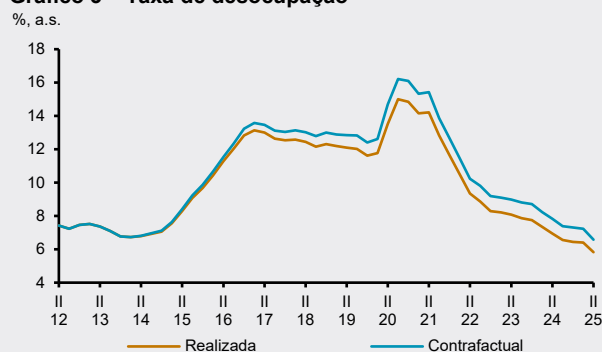


O impacto sobre a taxa de desocupação é mais moderado: no cenário contrafactual, ela estaria cerca de 0,7 ponto percentual mais alta no segundo trimestre de 2025, em um nível próximo ao observado em 2014 (Gráfico 3). A menor taxa de participação reduz a taxa de desocupação, enquanto o menor nível de ocupação exerce pressão no sentido oposto. Esses efeitos em direções opostas contribuem para suavizar a variação da taxa de desocupação agregada no cenário contrafactual.

A comparação entre as trajetórias observadas e contrafactuais dos indicadores do mercado de trabalho evidencia que as mudanças na composição da população em idade de trabalhar têm contribuído para a elevação da taxa de participação e do nível de ocupação desde o início de 2014, período adotado como referência, com exceção dos cerca de dois anos subsequentes à eclosão da pandemia.² Até meados de 2021, o impacto sobre o nível de ocupação superava o efeito sobre a taxa de participação, resultando em queda da taxa de desocupação. Desde o final de 2022, os efeitos sobre a taxa de participação e o nível de ocupação passaram a se compensar mutuamente, indicando que o recuo acentuado da taxa de desocupação ao longo dos últimos três anos não parece ter sido favorecido de forma relevante por mudanças na composição da PIT (Gráfico 4).

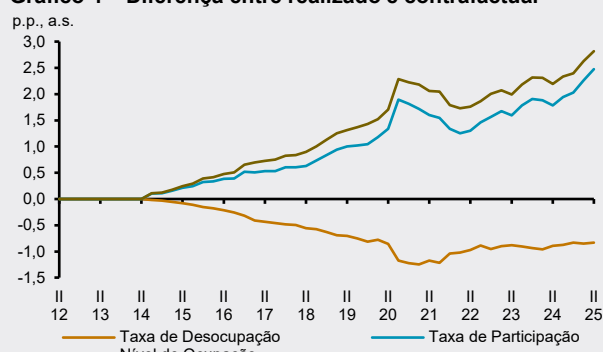
2/ Observam-se algumas anomalias na evolução da composição da PIT ao longo de alguns trimestres após a eclosão da pandemia. Essas distorções possivelmente decorrem de dificuldades enfrentadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) na coleta de dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) durante os períodos mais críticos da crise sanitária, o que pode ter provocado alterações temporárias do impacto da composição da PIT sobre os indicadores do mercado de trabalho.

Gráfico 3 – Taxa de desocupação



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 4 – Diferença entre realizado e contrafactual



Fontes: IBGE e BC

Apêndice – Cenários contrafactuais alternativos

O boxe analisou os efeitos da variação da distribuição da população em idade de trabalhar (PIT) sobre indicadores do mercado de trabalho, considerando aberturas por sexo-idade-escolaridade. Mostrou que, caso a estrutura da PIT tivesse sido mantida constante a partir do início de 2014, os níveis atuais da taxa de participação (TP) e do nível de ocupação (NO) estariam mais baixos, enquanto a taxa de desocupação (TD) estaria mais elevada.

A abordagem adotada é abrangente, ao considerar simultaneamente as três dimensões — sexo, idade e escolaridade — e seus efeitos combinados sobre os indicadores. Ainda assim, é relevante examinar os impactos isolados de cada uma dessas variáveis. Para isso, o exercício foi repetido separadamente para cada dimensão. Ressalta-se, contudo, que os efeitos isolados não são aditivos, ou seja, a soma dos impactos individuais não reproduz o efeito conjunto. Os resultados desagregados devem ser interpretados como forma de identificar os fatores predominantes.

A análise da composição por sexo indica que as mudanças na participação relativa de homens e mulheres na PIT, desde o primeiro trimestre de 2014, não alteraram os indicadores considerados. Caso essa distribuição tivesse permanecido constante e as trajetórias de TP e TD por sexo fossem mantidas, os níveis atuais de TP, NO e TD seriam os mesmos (Tabela 1).

Por outro lado, a manutenção da estrutura etária ou da escolaridade nos níveis do trimestre de referência teria efeitos significativos. Se a composição etária fosse mantida, a TP e o NO estariam 1,6 p.p. e 1,3 p.p. acima dos níveis atuais, respectivamente, com impacto líquido de 0,4 p.p. sobre a TD.³ Já a fixação da distribuição por escolaridade teria efeitos de maior magnitude e em sentido oposto sobre a TP e o NO, comparativamente ao caso de manutenção da composição etária: a TP estaria 5,0 p.p. abaixo do nível atual, e o NO, 4,9 p.p. abaixo.⁴ Nesse cenário, os efeitos sobre TP e NO também se compensariam parcialmente, resultando em uma TD apenas 0,2 p.p. superior à atual.

No cenário mais abrangente — com a distribuição da PIT mantida constante nas três dimensões — observam-se quedas na TP e no NO, evidenciando que o efeito da escolaridade superou o da estrutura etária. Embora os impactos sobre TP e NO se contrabalançam, a compensação é menor que nos cenários isolados, resultando em uma TD 0,7 p.p. mais elevada.

3/ O boxe [Alterações demográficas e a evolução recente da taxa de participação na força de trabalho](#) publicado no Relatório de Inflação de junho de 2024 evidencia a contribuição negativa do envelhecimento da população sobre a taxa de participação.

4/ O estudo [Determinantes Estruturais da Taxa de Participação](#) de Fernando de Holanda Filho, Fernando Veloso e Paulo Peruchetti, publicado em outubro de 2024 no Blog do Ibge (disponível [aqui](#)), já destacava a relevância do aumento da escolaridade como fator determinante para a elevação da taxa de participação.

Tabela 1 – Contrafactuais de indicadores do mercado de trabalho

%

	2014.I	2025.II				
		Realizado	Contrafactuais			
			Sexo	Idade	Escolaridade	Sexo-idade-escol.
Taxa de participação	62,5	62,5	62,5	64,1	57,4	59,9
Nível de ocupação	58,3	58,8	58,8	60,1	54,0	55,9
Taxa de desocupação	6,7	5,8	5,8	6,2	6,1	6,6
Variação em relação a 2014.II (p.p.)						
Taxa de participação		-0,0	0,0	1,6	-5,0	-2,6
Nível de ocupação		0,6	0,6	1,8	-4,3	-2,3
Taxa de desocupação		-0,9	-0,9	-0,5	-0,7	-0,2
Diferença entre contrafactuais e realizado em 2025.II (p.p.)						
Taxa de participação			0,0	1,6	-5,0	-2,6
Nível de ocupação			0,0	1,3	-4,9	-2,9
Taxa de desocupação			-0,0	0,4	0,2	0,7

Fontes: IBGE e BC

Novo crédito consignado privado

Este boxe traz as informações disponíveis no Sistema de Informações de Crédito (SCR) sobre as concessões do crédito consignado a trabalhadores do setor privado depois das alterações implementadas em março. As concessões do novo consignado atingiram R\$13,6 bilhões até o final de julho, considerando somente pares de empregador e instituição financeira que não possuíam acordo de consignação prévio. A média das taxas de juros desse grupo ficou abaixo da média das taxas cobradas no crédito pessoal não consignado, porém acima da cobrada nas operações de crédito consignado com tomador empregado de empresa que anteriormente já possuía convênio com instituição financeira. É preciso um tempo maior para avaliar o impacto dessas operações nas finanças dos tomadores, mas os resultados nos primeiros meses mostram, além do aumento das operações do crédito consignado privado, elevação no endividamento agregado em magnitude próxima à das concessões.

Aspectos básicos do programa Crédito ao Trabalhador

A Medida Provisória (MP) 1.292, editada em março,¹ alterou as regras do crédito consignado para empregados regidos pela Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), ampliando a abrangência e facilitando o acesso a essa modalidade. Os contratos de crédito consignado no modelo anterior dependiam da pactuação de convênio entre instituições financeiras e empregadores. Caso o trabalhador fosse desligado da empresa, a instituição financeira perdia o mecanismo do desconto em folha, passando a ter que cobrar as parcelas diretamente do mutuário, o que aumentava o risco e, consequentemente, o custo da operação. No novo modelo, as operações de crédito consignado prescindem de convênio, aumentando o tamanho do mercado e a competição, e as instituições financeiras passaram a ter mecanismos de desconto mais robustos.

A nova legislação permitiu a utilização de plataformas digitais públicas para a gestão e operacionalização dos empréstimos consignados, simplificando o processo. O uso do eSocial e da Carteira de Trabalho Digital permitiu a centralização das informações dos trabalhadores. Os dados do trabalhador necessários para a análise de crédito passaram a estar disponíveis para as instituições financeiras que se habilitarem no Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) para operar no programa Crédito do Trabalhador. As mudanças também ampliaram o acesso ao crédito consignado para trabalhadores com outros vínculos formais, como trabalhadores rurais e empregados domésticos. Na tramitação da MP, também foi incluída a possibilidade de consignação por trabalhadores autônomos que atuam no transporte remunerado privado individual de passageiros ou coleta e entrega de bens.

Em relação aos descontos, a nova legislação permite que, em caso de rescisão ou suspensão do contrato de trabalho, a consignação voluntária do salário seja redirecionada para outros vínculos empregatícios, mesmo que surjam posteriormente à contratação da operação. Além disso, a nova legislação prevê o uso da multa rescisória e de garantias do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), reduzindo ainda mais o risco da operação.

As operações começaram no dia 21 de março. Inicialmente, as contratações ocorriam apenas por meio da plataforma Crédito do Trabalhador, desenvolvida pela Dataprev e acessada por meio da Carteira de Trabalho Digital. A partir do dia 25 de abril, as instituições financeiras cadastradas passaram a poder ofertar o crédito consignado também em canais próprios. Por fim, a partir do dia 6 de junho, foi autorizada a portabilidade

1/ A MP 1.292, de 12/03/2025, foi convertida na Lei 15.179 em 24/07/2025.

interbancária, possibilitando a troca de contratos antigos por outro em condições melhores em instituição financeira diferente.

Consequências da expansão do crédito consignado no passado

O potencial de expansão dessa modalidade é significativo, considerando a ampliação do acesso à linha de crédito para milhões de trabalhadores. Contudo, as inferências sobre os impactos em consumo, endividamento e comprometimento de renda são imprecisas, devido às incertezas quanto aos volumes futuros de contratação, ao percentual de troca de dívidas, aos prazos e às taxas de juros das novas operações.

Nesse sentido, para ajudar a entender as possíveis implicações do novo programa, é útil investigar episódios similares no passado. Com esse objetivo, foi realizada uma análise no estilo de “estudo de eventos” usando dados de 2022 do crédito tomado por trabalhadores de empresas do setor privado imediatamente após essas empresas firmarem convênios com algum banco para oferta do crédito consignado.²

Os resultados indicam que naquele episódio, em um primeiro momento, houve um aumento do endividamento médio entre os indivíduos que optaram por tomar o crédito nessa modalidade exatamente no mês em que ele ficou disponível na empresa em que trabalham (Gráfico 1). No período analisado, o endividamento aumentou, em média, aproximadamente R\$5 mil ante o mês anterior à contratação do crédito. Consequentemente, o comprometimento de renda mediano também aumentou, de 28% antes da contratação para 33% no mês seguinte e 38% após 11 meses.³

Nessa amostra, a troca de dívidas bancárias antigas por operações com condições mais vantajosas teve papel muito limitado (Gráfico 2).⁴ Entre os tomadores, o saldo médio de dívidas com crédito pessoal não consignado e cartão de crédito (excluindo compras à vista e parceladas sem juros), no mês da contratação do crédito consignado, diminuiu em montante substancialmente menor do que foi contratado no consignado privado, resultando em elevação no endividamento total (Gráfico 1). Contudo, alguns meses após a contratação do crédito consignado privado, o ritmo de crescimento do endividamento e do comprometimento de renda diminuiu na comparação com período anterior ao empréstimo.

Gráfico 1 – Evolução do endividamento total dos tomadores do consignado privado - safras de 2022

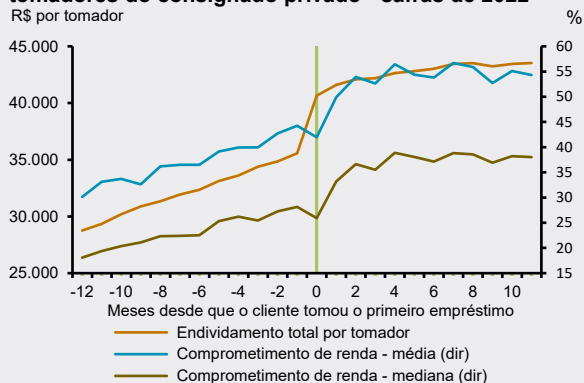
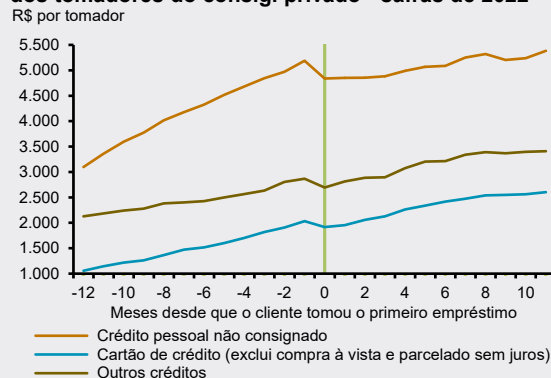


Gráfico 2 – Evolução do endiv. nas modal. mais caras dos tomadores do consig. privado - safras de 2022



- 2/ O estudo buscou identificar nos dados do SCR a evolução do endividamento e do comprometimento de renda dos tomadores de crédito consignado. Verificou-se os novos relacionamentos de consignado privado, na dimensão empresa-mês-banco e a partir do mês em que um consignado privado foi concedido na empresa A pelo banco Y, pressupôs-se que todos os trabalhadores da empresa A teriam acesso ao empréstimo e poderiam tomá-lo. Os efeitos no endividamento e comprometimento de renda per capita foram medidos ao longo de 2022 utilizando-se uma amostra de empresas e trabalhadores das mesmas que tomaram o crédito consignado no mês 0, isto é, no primeiro mês em que a linha de crédito consignado estava disponível.
- 3/ Para maiores detalhes sobre o cálculo do comprometimento de renda individual desse estudo, ver nota de rodapé 1, Gráfico 1.2.2.14 e a seção Conceitos e Metodologia do [Relatório de Estabilidade Financeira de Abril de 2025](#).
- 4/ Há que se considerar que não havia, no contexto dos empréstimos do estudo, campanha ou orientação para que os tomadores do consignado utilizassem os recursos para liquidação de dívidas anteriores com juros elevados.

Análise dos primeiros dados após o início do novo programa de crédito consignado

O primeiro passo foi identificar as operações do novo crédito consignado no SCR. Com esse fim, foram listados todos os vínculos existentes entre empregadores e instituições financeiras no saldo da modalidade em fevereiro de 2025. Esse pareamento foi utilizado como indicativo dos convênios que já existiam antes da vigência do novo programa. Assim, todos os contratos firmados a partir de 21 de março com par empregador-instituição financeira diferente dos existentes em fevereiro foram considerados operações do novo consignado.⁵ Como comparação ilustrativa, também foram analisadas as operações de crédito consignado com par empregador-instituição financeira conveniada realizadas no mesmo período.

Os dados mostram que 3,0 milhões de pessoas tomaram crédito consignado privado entre março e julho e estima-se que 2,3 milhões o fizeram por meio de contratos viabilizados pela nova legislação (Tabela 1). As concessões atingiram R\$21,9 bilhões no período, dos quais R\$13,6 bilhões são referentes ao novo consignado. Após forte demanda inicial, o volume de operações arrefeceu nos meses de maio e junho, mas cresceu de forma vigorosa no final de julho. Esse aumento observado em julho ocorreu após o término do período de transição durante o qual os recursos dessas operações de crédito deveriam ser destinados prioritariamente ao pagamento de débitos anteriores.⁶ Apesar do crescimento expressivo das concessões de crédito consignado a trabalhadores do setor privado, que giravam em torno de R\$1,5 bilhão por mês antes de março, sua representatividade no total de concessões de crédito a pessoas físicas com recursos livres excluindo cartão à vista continua baixa (cerca de 5%), exercendo efeito limitado no comportamento do crédito bancário agregado.

Tabela 1 – Operações do crédito consignado privado

Mês da operação	Número tomadores (mil)			Concessão (R\$ bilhões)			Taxa de juros (% a.a.)		
	Convênios	Novo consignado	Total	Convênios	Novo consignado	Total	Convênios	Novo consignado	Total
Total	740	2.328	3.024	8,3	13,6	21,9	36,2	58,0	49,0
Março	212	168	380	2,3	1,4	3,7	33,4	46,0	38,0
Abril	115	971	1.085	1,3	4,7	6,0	36,4	61,4	55,2
Maio	143	348	491	1,4	1,9	3,3	38,5	55,6	48,2
Junho	147	411	556	1,3	2,0	3,3	37,4	58,7	49,6
Julho	233	746	969	2,0	3,6	5,6	36,7	58,9	50,2

Fonte: SCR

Apesar da maior quantidade de operações, o valor médio das concessões do novo consignado é cerca de metade do valor médio das concessões com convênios antigos (Tabela 2). Em relação à taxa de juros⁷, as operações do novo consignado se mostraram mais caras do que os empréstimos consignados dos convênios, porém bem mais baratas do que o crédito pessoal não consignado. A taxa média do novo consignado, que atingiu 58,0% a.a. (3,9% a.m.) nas operações contratadas até o final de julho, representa cerca de 60% da taxa de 106% a.a. (6,2% a.m) cobrada em média no crédito pessoal não consignado.⁸ No mesmo período, a taxa média do consignado baseado em convênios existentes antes de março atingiu 36,2% a.a. (2,6% a.m.).

5/ Os dados utilizados neste estudo correspondem aos disponíveis no SCR no dia 05 de setembro de 2025, desconsiderando, portanto, informações incorporadas no sistema após essa data. A análise teve como foco apenas as operações referentes à modalidade de consignado com ente consignante privado. As operações de trabalhadores de empresas estatais estão classificadas na modalidade consignado com ente consignante público, portanto, não foram captadas nesse estudo. Por fim, os dados disponíveis no SCR são provenientes do documento 3040 e diferem das informações utilizadas para compilação das Estatísticas Monetárias e de Crédito, disponíveis no site do Banco Central, que são baseadas em dados agregados provenientes do documento 3050.

6/ A Medida Provisória (MP) 1.292 estabeleceu que, nos primeiros 120 dias de operação do novo consignado, os recursos contratados deveriam ser destinados para o pagamento de empréstimos não consignados sem garantias e empréstimos com desconto em folha de pagamento, caso o tomador tivesse essas dívidas.

7/ As taxas de juros médias e medianas calculadas neste estudo foram ponderadas pela concessão e se referem às operações pactuadas com taxas prefixadas com caudas aparadas em 2,5%. Foram consideradas as taxas contratuais, ou seja, não incluem custo de encargos fiscais e tarifas.

8/ Taxa média de juros das concessões de crédito pessoal não consignado é oriunda das Estatísticas Monetárias e de Crédito, disponíveis no site do Banco Central.

A diferença de taxa observada entre esses dois tipos de crédito consignado pode estar relacionada ao perfil do tomador do crédito, incluindo características da empresa em que ele trabalha.⁹

Tabela 2 – Operações do crédito consignado privado por tomador

Mês da operação	Concessão (R\$)				Taxa de juros (% a.a.)			
	Convênios		Novo consignado		Convênios		Novo consignado	
	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana
Total	11.278	5.400	5.827	3.744	36,2	35,3	58,0	49,8
Abril	10.880	5.373	8.088	5.150	33,4	32,2	46,0	40,3
Mai	11.352	6.090	4.870	3.135	36,4	36,1	61,4	58,6
Junho	9.460	4.489	5.454	3.685	38,5	37,2	55,6	46,8
Julho	9.182	4.154	4.841	3.117	37,4	35,0	58,7	46,8
Agosto	8.703	3.485	4.808	2.969	36,7	34,6	58,9	58,1

Fonte: SCR

Cruzando os CPFs dos tomadores de crédito com os dados da Relação Anual de Informações Sociais (RAIS), observa-se que o tomador médio do novo consignado, nesse período, trabalha em empresas de menor porte, tem menos tempo de vínculo com a empresa atual e recebe renda inferior à do tomador médio dos convênios (Tabela 3).¹⁰ O recorte por porte do empregador mostra que, nas concessões realizadas entre março e julho, as taxas de juros do novo consignado foram maiores que as do consignado por convênio para todos os tamanhos de empresa (Gráfico 3).¹¹ Nas concessões do novo consignado, as taxas foram mais altas para empregados nas menores empresas, decrescendo gradualmente até se estabilizarem a partir de empresas de porte mediano. Assim, os dados sugerem associação entre o porte do empregador e a percepção de risco do crédito pelas instituições financeiras, mas apenas para as faixas de porte mais baixas. Nas concessões do consignado por convênio, os resultados não indicam relação tão clara entre porte do empregador e taxa de juros.

Tabela 3 A – Perfil dos tomadores de consignado privado

Mês da operação	Gênero (% masculino)		Idade média		Instrução (% ensino médio ou superior)		Tempo na empresa (meses)			
	Convênios	Novo consignado	Convênios	Novo consignado	Convênios	Novo consignado	Convênios		Novo consignado	
							Média	Mediana	Média	Mediana
Total	63	61	36	35	83	78	52	28	38	23
Março	59	64	37	35	85	78	60	33	42	25
Abril	63	62	37	35	82	78	59	32	41	25
Mai	63	60	36	35	83	77	49	27	34	21
Junho	65	61	36	34	82	76	47	26	36	22
Julho	65	60	36	35	82	78	44	24	38	23

Fontes: BCB e MTE

9/ A diferença também pode ser explicada, em parte, pelo perfil das instituições financeiras que ofereceram as operações. Nota publicada pelo Ministério da Fazenda em 16 de junho (disponível nesse [link](#)) afirma que “instituições que aderiram à modalidade de consignado privado apenas com o Programa Crédito do Trabalhador apresentaram taxas mais elevadas”. Com efeito, o aumento de 15,4 p.p. da taxa média de juros do novo consignado privado (Tabela 1) entre março e abril ocorreu concomitantemente com um aumento na participação de instituições de menor porte e que quase não operavam no consignado privado por convênio.

10/ As informações de perfil dos tomadores foram obtidas nos dados da RAIS 2023 evoluídos por dados do Caged até o mês anterior à tomada do crédito consignado privado e correspondem aos tomadores para os quais foi identificado, nessas bases de dados, vínculo de emprego ativo. A cobertura corresponde a cerca de 88% dos tomadores do consignado por convênio (77% do valor das concessões) e cerca de 95% dos tomadores do novo consignado (91% do valor das concessões) entre março e julho, após o corte de caudas aparadas de 1% nos salários. Dados de renda se referem à renda do trabalho formal (salário mensal médio estimado, na RAIS 2023, ou salário de admissão mais recente, no Caged), a preços de jul/25. Em caso de mais de um vínculo de emprego ativo, os salários foram somados. Já a taxa de endividamento corresponde à razão entre saldo de dívidas em modalidades de crédito livre exceto cartão à vista e doze vezes a renda mensal do trabalho formal. Esse indicador não é comparável com o endividamento das famílias ex-habitação publicado nas Estatísticas Monetárias e de Crédito do Banco Central, pois ele reflete o endividamento apenas dos tomadores do consignado privado, enquanto o outro compara o saldo com a renda disponível de toda população (RND BF Restrita).

11/ No gráfico, o eixo horizontal começa com empresas de 1 a 4 empregados, seguido por empresas de 5 a 9 empregados; 10 a 19; 20 a 49; 50 a 99; 100 a 249; 250 a 499; 500 a 999; e igual ou superior a 1000 empregados.

Tabela 3 B – Perfil dos tomadores de consignado privado

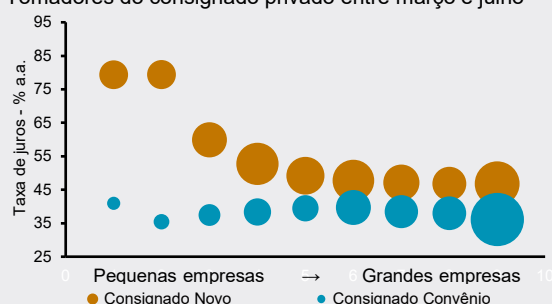
continuação

Mês da operação	Tamanho da empresa (% 250 ou + empr.)		Renda (R\$ de jul/25)				Taxa de endividamento (% , mês ant. ao consig. priv.)			
	Convênios	Novo consignado	Convênios		Novo consignado		Convênios		Novo consignado	
			Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana
Total	53	33	3.918	2.925	2.603	2.166	36,0	20,1	21,9	10,8
Março	61	41	4.255	3.185	2.793	2.295	43,5	26,6	25,3	12,0
Abril	59	31	4.091	3.111	2.601	2.187	40,5	25,9	20,3	10,4
Maio	52	34	3.752	2.814	2.558	2.138	32,9	18,9	20,2	9,9
Junho	51	36	3.716	2.779	2.573	2.146	32,9	18,0	21,8	12,3
Julho	49	32	3.610	2.702	2.610	2.157	33,9	19,4	29,0	17,2

Fontes: BCB e MTE

Gráfico 3 – Taxa de juros por porte da empresa do trabalhador - Mediana

Tomadores do consignado privado entre março e julho



Nota: Tamanho das bolhas representa a participação na concessão do tipo de consignado.

A Tabela 4 mostra a distribuição por quartil de renda dos tomadores de crédito consignado no período analisado. Em termos de taxas de juros, o custo mais alto na nova modalidade de consignado, em comparação às operações com convênios, está presente em todos os quartis de renda. Mas, considerada a taxa mediana, esse diferencial é maior nos grupos de renda mais baixa. Em relação à taxa de endividamento no mês anterior à tomada do crédito, considerando somente modalidades de crédito com recursos livres,¹² nota-se que a dos tomadores do novo consignado é inferior à das operações usando convênios. Em conjunto com o fato de se depararem com taxas de juros mais elevadas, este pode ser um indicativo de que os trabalhadores beneficiados pelo novo consignado têm menor acesso ao crédito. Por fim, destaca-se que as taxas de juros diminuem do menor para o maior quartil de renda, tanto no consignado com convênio quanto no novo, indicando relação inversa entre renda e taxa de juros.

Tabela 4 A – Consignado privado de março a julho, por quartil de renda

continua

Quartil	Intervalo de renda	Convênios							
		Número de tomadores	Concessão (R\$)			Taxa de juros (% a.a.)		Taxa de endividamento (% , mês ant. ao consig.)	
			Part. %	Média	Mediana	Part. %	Média	Mediana	Média
Total	[1.240; 21.460]			9.984	5.225	100	39,4	37,7	36,0
Q1	[1.240; 1.808]	13		3.762	2.210	5	46,8	45,1	26,5
Q2	(1.808; 2.277]	19		4.874	3.113	9	44,9	42,6	28,7
Q3	(2.277; 3.257]	26		7.069	4.924	18	42,0	40,6	34,6
Q4	(3.257; 21.460]	43		15.823	10.135	68	37,4	36,3	42,9

Fontes: BCB e MTE

12/ Ver nota de rodapé 10.

Tabela 4 B – Consignado privado de março a julho, por quartil de renda

continuação

Quartil	Intervalo de renda	Novo consignado							
		Número de tomadores	Concessão (R\$)			Taxa de juros (% a.a.)		Taxa de endividamento (%; mês ant. ao consig.)	
			Part. %	Média	Mediana	Part. %	Média	Mediana	Mediana
Total	[1.240; 21.460]	100		5.591	3.739	100	58,5	50,6	21,9 10,8
Q1	[1.240; 1.808]	29		3.544	2.637	18	63,0	59,9	17,7 8,4
Q2	(1.808; 2.277]	27		4.511	3.231	22	61,6	57,8	20,0 9,9
Q3	(2.277; 3.257]	25		5.975	4.528	27	58,9	50,9	23,7 12,1
Q4	(3.257; 21.460]	20		9.501	6.613	34	53,3	46,3	28,3 15,0

Fontes: BCB e MTE

O endividamento das pessoas que contrataram o novo consignado nesse primeiro momento aumentou, sugerindo papel limitado da substituição de dívidas existentes na média desse grupo. O saldo das operações de crédito com recursos livres ex-cartão à vista desse grupo subiu de R\$18,4 bilhões em fevereiro para R\$33,1 bilhões em julho, alta de 80% (Tabela 5). Esse aumento no endividamento (R\$14,7 bilhões) é inclusive superior ao montante concedido no novo consignado (R\$13,6 bilhões), sugerindo que esses indivíduos tomaram crédito em outras modalidades além do consignado. Observou-se um aumento médio de 58% no endividamento no mês da contratação da operação (Gráfico 4) e uma pequena redução no endividamento em modalidades de alto custo, como cartão de crédito, cheque especial e crédito pessoal não consignado (Gráfico 5). O saldo dessas modalidades recuou 3% após a tomada do crédito consignado. Essa redução, entretanto, foi momentânea na amostra observada, com o saldo voltando a crescer nos meses subsequentes.

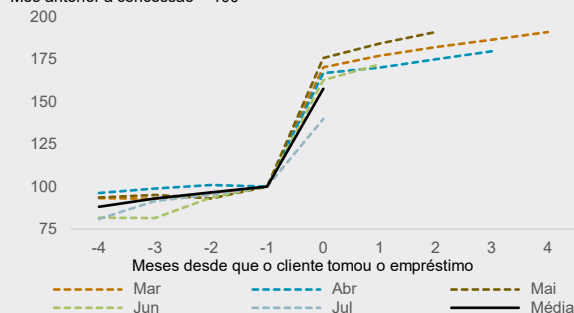
Tabela 5 – Endividamento dos tomadores do novo consignado privado
Março a Julho/25

Mês da operação	Endividamento	Taxa de endividamento (%)	
	R\$ bilhões	Média	Mediana
Fevereiro	18,4	21,1	9,9
Março	19,4	22,4	10,9
Abril	25,0	29,9	17,8
Mai	27,3	33,1	21,3
Junho	29,6	36,4	24,4
Julho	33,1	41,0	28,5

Nota: Saldo do crédito livre. Não inclui operações de cartão de crédito à vista.

Gráfico 4 – Evolução do endividamento do crédito livre dos tomadores do novo consignado privado

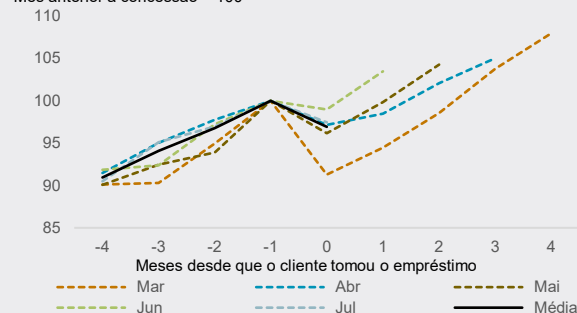
Mês anterior à concessão = 100



Nota: Não inclui cartão de crédito à vista e parcelado sem juros.

Gráfico 5 – Evolução do endividamento de alto custo dos tomadores do novo consignado privado

Mês anterior à concessão = 100



Nota: Não inclui cartão de crédito à vista e parcelado sem juros.

No tocante aos pagamentos dos empréstimos contratados, as operações de crédito do novo consignado registraram alguns atrasos a partir de junho (Gráficos 6 e 7). Porém, como apenas uma pequena parte do saldo com atraso de 1 a 15 dias em junho passou para a faixa de atraso de 31 a 45 dias em julho, há indícios de que o atraso estava provavelmente associado a alguma dificuldade nos procedimentos operacionais exigidos. Ademais, a redução dos atrasos até 15 dias em julho em relação aos registrados no mês anterior pode ser um indicativo de melhora na eficiência nos procedimentos de registro das operações nos sistemas, retenção da parcela, identificação dos valores e repasse para as instituições credoras. Vale lembrar que essas operações não são consideradas inadimplentes na metodologia usual, que só considera como inadimplente os atrasos acima de 90 dias.

Gráfico 6 – Atrasos no novo consignado privado

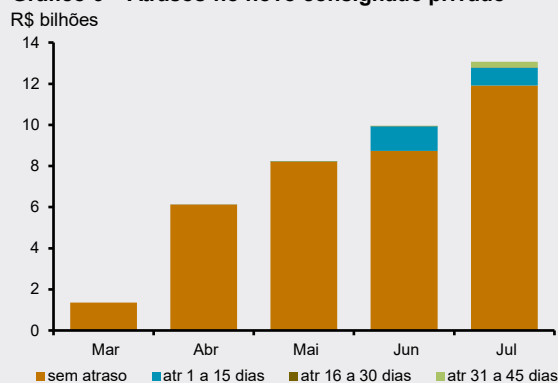
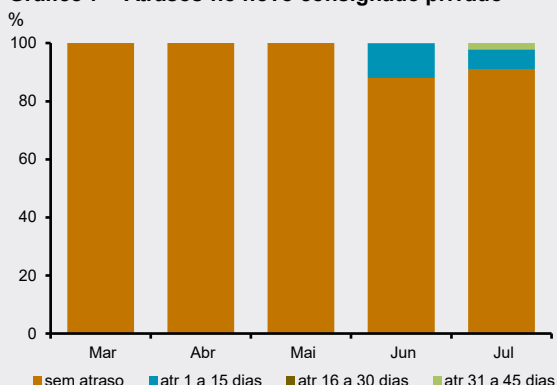


Gráfico 7 – Atrasos no novo consignado privado



Considerações finais

Este estudo descreveu as informações disponíveis sobre o crédito consignado privado após as mudanças regulatórias. Houve aumento das concessões na modalidade, que parece ter alcançado um grupo maior de potenciais tomadores de crédito, com repercussões sobre as taxas de juros médias dessas operações. Essa expansão na contratação de crédito foi acompanhada de aumento no endividamento dos tomadores, em montante similar ao contratado.

Os resultados aqui apresentados são um retrato do ocorrido até o momento e não devem ser extrapolados e interpretados como previsões dos efeitos mais amplos do programa no longo prazo. Além disso, deve-se ter cautela com a interpretação desses resultados em termos de causa e efeito. Por um lado, a oferta de uma nova modalidade de crédito pode, de fato, levar a um maior endividamento, especialmente se essa alternativa for mais barata do que as anteriormente disponíveis. Nesse caso, conforme previsto por uma curva de demanda típica, a redução no custo do crédito tende a estimular um aumento na quantidade demandada. Por outro lado, também é possível que os indivíduos que contrataram o crédito consignado assim que ele se tornou disponível já estivessem buscando ampliar seu endividamento. Nesse cenário, o consignado teria apenas viabilizado esse movimento, possivelmente, de forma mais barata, gerando menor serviço de dívida, com efeito benéfico no orçamento das famílias.

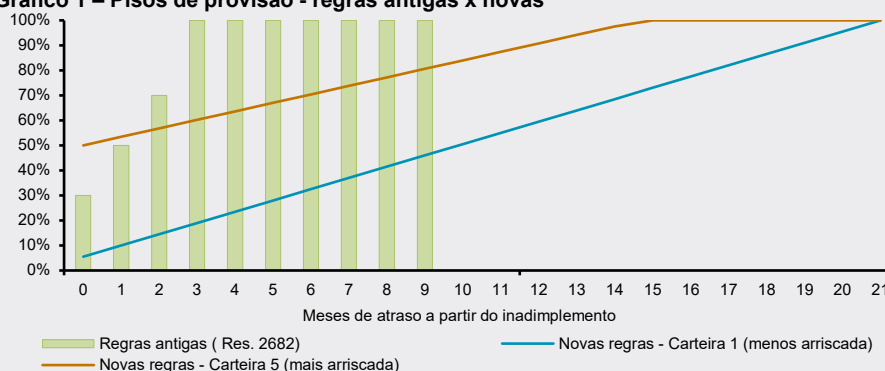
Impacto na taxa de inadimplência decorrente das novas regras de contabilização de instrumentos financeiros

O boxe avalia o impacto das novas regras de contabilização de instrumentos financeiros na taxa de inadimplência das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional. Estima-se que a maior parte, cerca de 70%, do aumento da inadimplência observado até junho de 2025 esteja associada aos efeitos da mudança regulatória.

Ao longo de 2025, a taxa de inadimplência das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) tem apresentado aumento. Um dos elementos que afetou o indicador no período mencionado foi a entrada em vigor de novos conceitos e critérios contábeis para mensurar os instrumentos financeiros, a partir de 1º de janeiro de 2025.¹ Nesse novo arcabouço, marcado pela constituição de provisão para perdas esperadas, muitas operações inadimplentes passaram a ficar mais tempo na carteira de crédito antes da baixa a prejuízo, o que elevou o percentual de operações com atraso acima de 90 dias no SFN.

O Gráfico 1 ilustra a mudança regulatória para a constituição de provisões de operações inadimplentes, apresentando como era antes (barras) e como ficou depois (linhas). Até 2024, após se tornar inadimplente (o que ocorre quando há algum pagamento com três meses de atraso), uma operação alcançaria a antiga classificação de risco “H” após assim permanecer por três meses. Nesse momento a instituição financeira (IF) já deveria constituir uma provisão de 100%.² Seis meses depois (nove meses após o inadimplemento), a operação deveria ser baixada a prejuízo, tipicamente. Nas regras que entraram em vigor em 2025,³ estabeleceram-se pisos de provisão de perda incorrida, que aumentam de forma mais gradual com o tempo de atraso e que demoram mais para alcançar o patamar de 100%. Esses pisos de provisão dependem da modalidade de crédito, das garantias e da faixa de atraso da operação.⁴ Por exemplo, a Carteira 1, composta de dívidas com boas garantias e menos arriscadas, pode demorar até 21 meses depois do inadimplemento para ser completamente provisionada. Mesmo a carteira mais arriscada (Carteira 5), composta majoritariamente por crédito pessoal, pode demorar até quinze meses para ser completamente provisionada.

Gráfico 1 – Pisos de provisão - regras antigas x novas



- 1/ Para maiores detalhes das mudanças, ver Relatório de Estabilidade Financeira de Outubro/2024, Tema Selecionado “2.3 – Convergência regulatória com os padrões contábeis internacionais: instrumentos financeiros e hedge”.
- 2/ Resolução 2.682, de 1999. Para as operações com prazo a decorrer superior a 36 meses, admitia-se a contagem em dobro dos prazos citados.
- 3/ Resolução Conselho Monetário Nacional (CMN) 4.966, de 2021, e Resolução BCB 352, de 2023.
- 4/ Para maiores detalhes sobre os tipos de carteira, ver Resolução BCB 352, de 2023. A seção II define as modalidades de crédito e as garantias que compõem cada carteira. O Anexo I desta Resolução apresenta os valores de provisão mínima para perdas incorridas por faixa de atraso e tipo de carteira.

Além disso, foram estabelecidas novas diretrizes para a baixa a prejuízo. Antes, como já mencionado, a baixa deveria ocorrer nove meses após o inadimplimento, tudo o mais constante. Nas novas regras, a baixa para prejuízo passa a depender também da perda esperada pela IF: uma operação deve ser baixada caso não seja mais provável que a instituição recupere o seu valor. Em tese, se a IF não tiver mais expectativa de recuperação da operação, ela poderá baixar o ativo antes mesmo do prazo de atingimento do nível máximo de provisão trazido pelos pisos. Por outro lado, mesmo que o atraso seja tal que a norma exija completo provisionamento, a IF poderá manter a operação em carteira ativa caso ainda tenha alguma expectativa de recuperação. Em geral, no início de 2025 os créditos em atraso têm permanecido mais tempo na carteira, resultando em aumento das operações com atraso superior a doze meses na carteira ativa do SFN (Gráfico 2)⁵ e, conseqüentemente, em aumento da taxa de inadimplência.

Gráfico 2 – Inadimplência de 9 meses ou mais



Para verificar o impacto trazido pelas novas regras na taxa de inadimplência, construiu-se um contrafactual de como ela estaria caso as práticas anteriores tivessem sido mantidas. Os dados utilizados nesta análise provêm do Sistema de Informações de Crédito (SCR).⁶ De modo simplificado, apurou-se a média de permanência na carteira ativa das operações inadimplentes, para cada mês de atraso após o inadimplimento, entre junho de 2023 e dezembro de 2024, de forma agregada para o SFN e para a carteira de pessoas físicas e de pessoas jurídicas, separadamente. Esses valores médios de permanência foram aplicados, nos meses de 2025, às operações inadimplentes de cada um dos recortes de carteira ativa (SFN, PF e PJ), por tempo de atraso desde a inadimplência.⁷ O resultado do exercício contrafactual sugere que a taxa de inadimplência do SFN em junho seria 0,53 p.p. menor caso as mudanças regulatórias não tivessem ocorrido (Gráfico 3), o que corresponde a cerca de 70% do aumento de 0,78 p.p. da taxa de inadimplência observado neste ano. Esse percentual é semelhante nos segmentos de pessoas físicas e jurídicas (Gráficos 4 e 5).

Mesmo ao se considerar a série contrafactual, nota-se que a inadimplência teria apresentado aumento em 2025, reforçando que outros fatores também contribuíram para a alta – como esperado, tendo em vista o ciclo de aperto da política monetária. Por fim, é importante ressaltar que o impacto estimado representa apenas o ocorrido até junho de 2025 e que é possível que o efeito varie no tempo. Como mencionado, a baixa a prejuízo está, sob as novas regras, mais atrelada aos modelos de perda esperada das IFs do que a uma regra

5/ Três meses de atraso para se chegar à caracterização de inadimplência somados a nove meses posteriores nessa condição.

6/ Este boxe utiliza as informações oriundas do “Documento 3040 – Dados de Risco de Crédito”, que alimentam o Sistema de Informações de Créditos (SCR) e permitem realizar os cálculos presentes neste estudo. Estas informações podem diferir das [estatísticas monetárias e de crédito do BC](#), que são baseadas nas informações agregadas por modalidade enviadas pelas IFs por meio do “Documento 3050 – Estatísticas Agregadas de Crédito e Arrendamento Mercantil”. Além da informação chegar por meio de documentos distintos, há algumas diferenças de escopo. Por exemplo, este estudo não considera as antecipações de recebíveis de credenciadoras e instituições afins junto às IFs no âmbito do crédito às pessoas jurídicas.

7/ Para os agregados de PF, PJ e SFN (total) foram calculados os padrões médios de permanência das operações inadimplentes na carteira ativa por mês de atraso entre junho de 2023 e dezembro de 2024. O contrafactual foi construído para cada um desses agregados considerando que esses padrões seriam mantidos a partir de janeiro de 2025. Para tanto, o saldo em atraso a partir dessa data foi desagregado por tempo de atraso. Em seguida, aplicou-se a cada coorte de atraso o padrão médio de permanência em inadimplência da respectiva carteira. Por fim, calculou-se o saldo em atraso resultante dessa dinâmica, e a respectiva taxa de inadimplência contrafactual. A conta não considerou, portanto, diferença intertemporal na composição das carteiras, tanto em termos de modalidades quanto de relevância de cada instituição financeira.

determinística. Assim sendo, é possível que em determinadas circunstâncias ela seja mais rápida ou mais lenta que a atual, com efeitos contrastantes sobre a taxa de inadimplência.

Gráfico 3 – Inadimplência - Total



Gráfico 4 – Inadimplência - Pessoas jurídicas



Gráfico 5 – Inadimplência - Pessoas físicas



Projeção para a evolução do crédito em 2025 e 2026

A projeção de crescimento nominal do saldo do crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) para 2025 foi ligeiramente revisada para cima, passando de 8,5% para 8,8%, refletindo, em especial, o desempenho acima do esperado do crédito direcionado às empresas. Espera-se que a taxa de crescimento do saldo de crédito diminua para 8,0% em 2026.

Desde o Relatório anterior, observou-se inflexão na trajetória de crescimento do saldo das operações de crédito do SFN. O ritmo de crescimento do crédito começou a diminuir, em parte como resposta ao ciclo de política monetária mais restritivo. O saldo do crédito apresentou, em julho, crescimento interanual nominal de 10,7%, com redução de 1,4 p.p. em relação a abril e de 0,8 p.p. em relação a dezembro de 2024. A taxa de crescimento diminuiu em todos os segmentos, à exceção do crédito direcionado para pessoa jurídica. A evolução do saldo da carteira de empréstimos a pessoas físicas veio em linha com a projeção, porém com crescimento maior do crédito livre e menor do direcionado. Esse resultado ocorreu concomitantemente com o desempenho acima do esperado da renda das famílias. O crédito a pessoas jurídicas, por sua vez, apresentou evolução acima das projeções para o período, principalmente no segmento com recursos direcionados.

No segmento de pessoas físicas, o ritmo de crescimento do saldo do crédito diminuiu 1,4 p.p. ante abril. O saldo das operações com recursos livres evoluiu ligeiramente acima do projetado, com destaque para as operações de crédito emergencial, que registraram aumento no crescimento, possivelmente pela deterioração do orçamento das famílias. Já as modalidades de longo prazo, mais sensíveis à política monetária, e o cartão de crédito à vista apresentaram moderação, com destaque para a redução no consignado do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), a despeito do forte avanço do consignado privado, conforme ilustrado no box “Novo crédito consignado privado”, neste Relatório. A taxa de crescimento do crédito direcionado diminuiu um pouco mais do que o projetado nesse período, com o arrefecimento mais forte no crédito rural.

No segmento de pessoas jurídicas, o saldo do crédito recuou 1,3 p.p. desde abril, com a diminuição de 2,6 p.p. no crédito livre atenuada pelo aumento de 1,0 p.p. nas operações com recursos direcionados. O arrefecimento do crédito livre refletiu, além dos efeitos da política monetária mais restritiva, uma moderação na evolução dos saldos das dívidas indexadas à moeda estrangeira e os impactos do aumento da alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF). Em contraposição, o ritmo de expansão do crédito direcionado aumentou, impulsionado pelo crédito rural e pelas operações garantidas pelo Programa Emergencial de Acesso ao Crédito (PEAC).

Considerando principalmente a evolução do saldo nos últimos meses, a projeção para 2025 foi revisada de 8,5% para 8,8% (Tabela 1). O ajuste mais significativo ocorreu na projeção para o crédito a pessoas jurídicas com recursos direcionados (+3,0 p.p.), que considera a sustentação de um nível mais elevado de concessões de financiamentos garantidos pelo PEAC. Com isso, a projeção para o crédito a pessoas jurídicas foi elevada de 7,3% para 8,0%, apesar de um ajuste de -0,5 p.p. no segmento livre. Por sua vez, a projeção para o crédito a pessoas físicas foi ajustada marginalmente, com aumento na projeção do saldo com recursos livres (+0,5 p.p.) e redução na projeção do saldo com recursos direcionados (-0,5 p.p.). As projeções atualizadas continuam apontando para uma desaceleração do crédito em 2025, na comparação com o ano anterior.

Para 2026, espera-se que o ritmo de expansão do saldo de crédito diminua novamente, para 8,0%. Essa variação considera menor crescimento no crédito livre, com moderação no crédito à pessoa física e expansão ligeiramente maior no voltado para pessoa jurídica. Nas carteiras com recursos direcionados, projeta-se

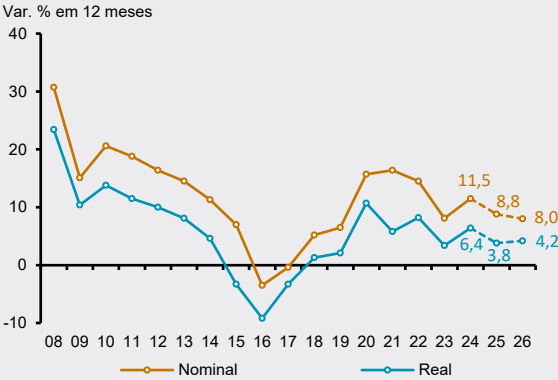
manutenção do ritmo de crescimento de 2025 no crédito a pessoas físicas e arrefecimento no destinado a pessoas jurídicas.

Em termos reais, projeta-se crescimento de 3,8% no saldo de crédito total em 2025 e de 4,2% em 2026, que representam redução significativa ante a variação real do crédito em 2024, de 6,4% (Gráfico 1). A desaceleração esperada é consistente com cenário de menor crescimento da atividade econômica e com os efeitos defasados da política monetária.

Tabela 1 – Saldo de crédito

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

Gráfico 1 – Saldo de crédito total



Projeções para as contas externas em 2025 e 2026

Em relação ao Relatório anterior, espera-se um cenário mais pressionado para as contas externas em 2025, com aumento do déficit em transações correntes, agora estimado em US\$70 bilhões (3,1% do PIB). Em 2026, aumento do saldo comercial deve permitir redução do déficit em transações correntes.

Este boxe apresenta a revisão da projeção das contas externas da economia brasileira para 2025 e a primeira estimativa para 2026. Para o ano corrente, espera-se que seja registrado déficit em transações correntes de US\$70 bilhões, o maior desde 2014¹, e que o fluxo líquido de entrada de investimento direto no país (IDP) iguale esse valor. O aumento do déficit projetado está associado a expectativas de déficit maior nas contas de serviços e rendas, além de saldo comercial menor. A pressão nas contas externas deve começar a mostrar algum alívio em 2026, com expectativa de que as importações se mantenham em patamar similar ao projetado para 2025. Os riscos para o cenário se mantêm elevados, principalmente em virtude das incertezas associadas às disputas no comércio internacional.

Tabela 1 – Projeções das contas externas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2024	2025	Projeção 2025		Projeção 2026
	Ano	Jan - Jul	Anterior	Atual	Atual
Transações correntes	-58	-40	-58	-70	-58
Balança comercial	66	32	60	54	61
Exportações	340	200	340	338	345
Importações	274	167	280	285	284
Serviços	-55	-31	-50	-53	-51
dos quais: viagens	-12	-8	-14	-14	-13
dos quais: transportes	-15	-8	-13	-14	-13
Renda primária	-72	-43	-70	-73	-72
dos quais: juros	-31	-17	-30	-30	-30
dos quais: lucros e dividendos	-42	-27	-40	-43	-42
Investimentos – passivos	92	67	75	85	75
IDP	71	42	70	70	70
Inv. Carteira	10	1	5	5	5
Outros inv. Passivos ¹	11	24	0	10	0

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

Projeção para 2025

A projeção para o saldo comercial foi revisada para baixo, permanecendo, assim, inferior ao valor registrado em 2024. As importações devem encerrar o ano com alta em relação ao ano anterior, enquanto as exportações devem ser um pouco menores.

1/ Considerado o valor em dólares. Como porcentagem do Produto Interno Bruto (PIB), o déficit de 2025, 3,1%, 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 baixo em relação ao Relatório anterior, mantendo-se a expectativa de aumento moderado no volume exportado. A safra recorde de grãos tem sido parcialmente compensada pela queda nos preços internacionais das *commodities*. Exceções importantes são o café e a carne bovina, cujos preços internacionais devem permanecer elevados. Os ganhos no volume exportado desses produtos, no entanto, devem ser limitados, em razão do impacto direto da política tarifária norte-americana vigente desde agosto de 2025. Por outro lado, a projeção para as importações foi revista para cima, incorporando uma surpresa positiva no *quantum* importado, que se mostrou um pouco mais resistente à desaceleração da atividade doméstica do que o previamente esperado. Além disso, contribuiu para essa revisão a expectativa de importação de uma nova plataforma de petróleo ainda em 2025.

A projeção para o déficit na conta de serviços em 2025 foi revista para cima, refletindo principalmente o aumento nas despesas com transportes – associado ao aumento das importações –, além de gastos mais elevados com aluguel de equipamentos. Ainda assim, o déficit projetado para a conta de serviços permanece inferior ao registrado em 2024. Nessa comparação, ressalta-se a entrada em vigor de nova regulamentação das apostas esportivas (*bets*) a partir do começo de 2025, que reduziu os fluxos de saída de recursos na rubrica de serviços recreativos.

Na conta de renda primária, também se espera déficit maior do que o projetado no Relatório anterior. Parte importante da mudança se deve à revisão estatística que reduziu as receitas de lucros em 2025, aumentando as despesas líquidas de lucros e dividendos.² A expectativa de redução da lucratividade de empresas com participação societária de não-residentes se mantém em linha com a desaceleração da atividade doméstica no segundo semestre. Já a projeção de despesas com juros se mantém inalterada. A perspectiva de reduções da taxa de juros americana pelo Federal Reserve (Fed), nos Estados Unidos da América (EUA), reduzindo os juros de captações de empresas brasileiras no exterior, deve afetar pouco essas despesas ainda em 2025.

Apesar do cenário externo mais adverso do que o vigente no Relatório anterior, espera-se que o IDP se mantenha estável em US\$70 bilhões. A boa perspectiva para as exportações, em especial para setores que ficaram de fora das recentes medidas tarifárias norte-americanas deve favorecer os aportes de capital estrangeiro em empresas no país. As entradas líquidas de IDP representariam 3,1% do PIB, patamar próximo ao observado desde 2021 e ligeiramente inferior ao da década anterior à pandemia (3,7%).

A projeção para os investimentos em carteira foi mantida. Se, por um lado, o aumento da incerteza no cenário global pesa negativamente no fluxo de capitais para o país, o afrouxamento da política monetária nos EUA deve acentuar o diferencial de juros, aumentando a atratividade de títulos brasileiros.

Projeção para 2026

As projeções para as contas externas em 2026 incluem redução do déficit em transações correntes para US\$58 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 renda primária – resultantes do menor dinamismo da atividade econômica doméstica.

O crescimento esperado para o valor exportado deve resultar de maior *quantum*, concentrado na indústria extrativa, especialmente petróleo. Por sua vez, espera-se que os preços de exportação fiquem relativamente estáveis em relação a 2025. Já nas importações, sua tendência estrutural de aumento – especialmente nas compras de bens intermediários³ – deve ser contrabalanceada pela continuação do arrefecimento da demanda doméstica e pela redução no valor importado de plataformas de petróleo.

2/ Ver nota para a imprensa das [Estatísticas do Setor Externo](#), referente a julho.

3/ Veja, por exemplo, o box [Dinâmica das importações em 2021 e descolamento da atividade econômica](#) do Relatório de Inflação de março de 2022, em particular o Gráfico 6.

Na conta de renda primária, a pequena redução do déficit deve refletir menores despesas líquidas com lucros e dividendos, em contexto de 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 deve manter-se estável em US\$70 bilhões em 2026, afetado negativamente pelas incertezas em relação às medidas comerciais tomadas pelos EUA contra o Brasil. Como percentual do PIB, o patamar de 2,8% é ligeiramente inferior ao de 2025 e inferior ao da década anterior à pandemia (3,7%). 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

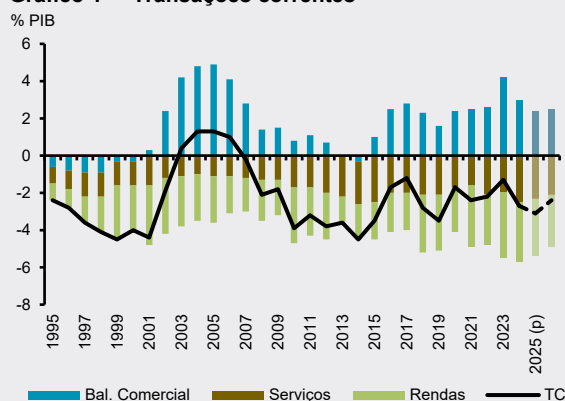
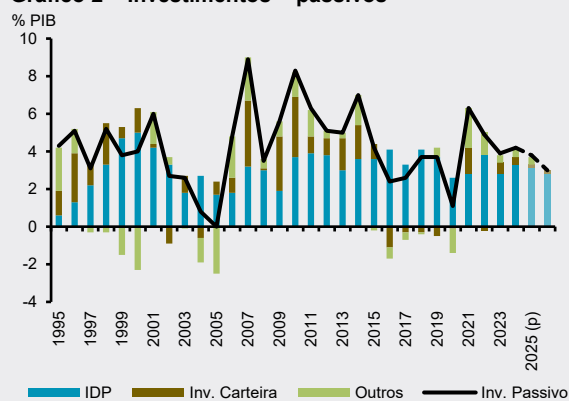


Gráfico 2 – Investimentos – passivos



Pesquisa Firmus – expectativas e percepções das empresas brasileiras

O Banco Central do Brasil está concluindo a fase piloto da pesquisa Firmus, voltada a empresas do setor não financeiro. Os resultados dessa etapa indicam que as expectativas de inflação das empresas brasileiras apresentam dinâmica similar às projeções medianas divulgadas no relatório Focus, o que sugere a influência desse relatório na formação das expectativas. Ao mesmo tempo, a Firmus traz informações que vão além das projeções numéricas para variáveis macroeconômicas, incluindo percepções sobre a situação econômica, expectativas de custos, preços e margens, bem como questões especiais sobre temas conjunturais. Esse conjunto de informações amplia a visão oferecida pelo Focus e enriquece o monitoramento da conjuntura econômica.

As expectativas desempenham papel relevante na formação de preços em economias de mercado e constituem importante variável para a formulação e a condução da política monetária, principalmente em regimes de meta de inflação. Dado que as empresas são as principais responsáveis pela tomada de decisão de produção e preços, suas expectativas tendem a ter especial relevância.

Por essa razão, é crescente o número de pesquisas realizadas por bancos centrais para coletar expectativas diretamente de firmas, em contraste com as pesquisas tradicionais que, tipicamente, contam com maior participação de agentes do mercado financeiro, como bancos, gestoras de recursos, consultorias, entre outros. Em paralelo, a literatura econômica tem avançado no estudo das expectativas das firmas, mostrando como são formadas e como influenciam as suas próprias decisões e, por consequência, as variáveis macroeconômicas (COIBION *et al.*, 2018; COIBION *et al.*, 2020; WEBER *et al.*, 2022; e CANDIA *et al.*, 2024).

Seguindo essa tendência, o Banco Central do Brasil (BC) criou a pesquisa [Firmus](#), voltada a empresas do setor não financeiro. Por meio dela, busca-se coletar as expectativas das firmas para variáveis macroeconômicas e suas percepções sobre as condições econômicas atuais e perspectivas setoriais. O levantamento é realizado trimestralmente, com coletas em fevereiro, maio, agosto e novembro. Até o momento foram feitos oito levantamentos, em fase piloto, tendo o primeiro sido realizado no quarto trimestre de 2023 e o mais recente no terceiro trimestre de 2025.¹

Encerrada a fase piloto, este box analisa as expectativas e percepções das empresas na pesquisa Firmus, além de compará-las às projeções compiladas no Relatório Focus.

A construção da amostra e do questionário

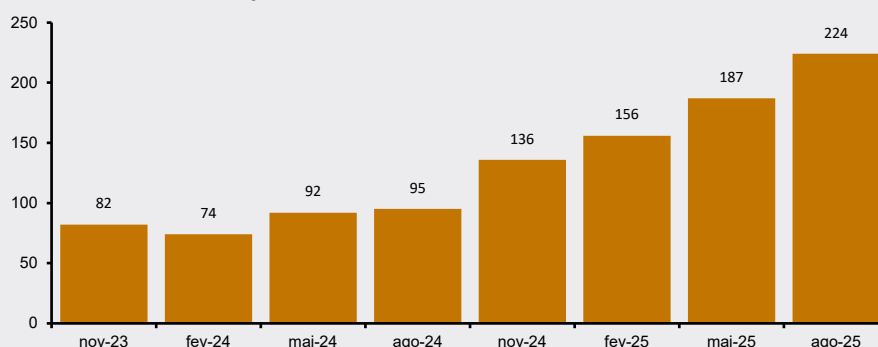
A amostra da Firmus não é probabilística, pois depende da taxa de sucesso na captação de contatos, realizada sobretudo por meio de associações setoriais e de abordagens diretas às áreas de tesouraria e de relações com investidores das empresas.² Neste início, a prioridade recaiu sobre empresas de maior porte, que, tipicamente, já utilizam projeções de variáveis como inflação, Produto Interno Bruto (PIB) e câmbio em suas decisões de produção, contratação, investimento e formação de preços.

1/ A [página da pesquisa](#) traz mais informações, incluindo questionários e relatórios. O próximo relatório, sexto e último da fase piloto, será publicado na segunda-feira, dia 29 de setembro de 2025.

2/ Weber *et al.* (2022) destacam que pesquisas com empresas raramente se baseiam em amostras probabilísticas e, em geral, recorrem a amostras de conveniência, dadas as dificuldades de acesso a executivos do alto escalão e o elevado custo de oportunidade de seu tempo para participar.

A construção da amostra envolveu desafios típicos de levantamentos junto a empresas. Após definido o conjunto inicial de empresas a contatar, o primeiro grande obstáculo foi alcançar o respondente adequado em cada firma, em especial executivos de alto escalão com visão integrada da empresa e do setor, cuja agenda costuma ser protegida por camadas de assessores. O segundo foi convencê-los a participar de forma recorrente, superando restrições de tempo e eventuais preocupações quanto ao compartilhamento de informações sensíveis. Nesse processo, tem sido crucial o contato individualizado com cada representante, explicando a importância da iniciativa e esclarecendo dúvidas, o que se mostrou determinante para o crescimento da amostra. Inicialmente composta por cerca de 80 a 90 empresas nas quatro primeiras rodadas, a amostra atingiu mais de 200 participantes na oitava edição (Gráfico 1).³ O objetivo é continuar ampliando o número de respondentes e consolidar um painel estável e diversificado de empresas atuantes de diferentes setores.

Gráfico 1 – Nº total de respondentes - Firmus



O questionário da Firmus foi elaborado com base nas experiências de outros bancos centrais e projetado para ser conciso, permitindo que as empresas respondam com cuidado, mas sem comprometer muito tempo de sua agenda. Durante a fase piloto, o questionário passou por ajustes para assegurar clareza nas perguntas e facilitar a compreensão dos respondentes. Concluída a etapa piloto, o questionário poderá continuar a ser aperfeiçoado, seja por meio da inclusão de questões especiais em rodadas específicas, seja pelo refinamento das perguntas recorrentes. Ainda assim, a ideia é preservar a maior estabilidade possível, de modo a viabilizar a construção de séries históricas comparáveis ao longo do tempo.

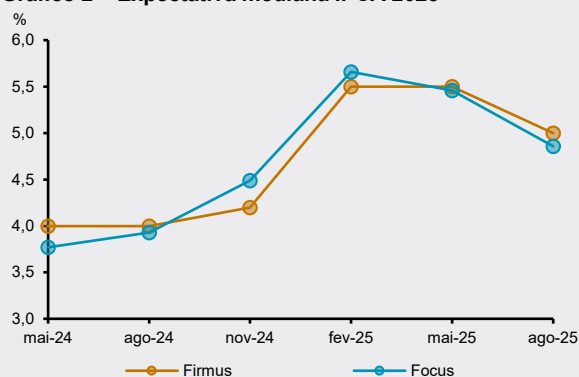
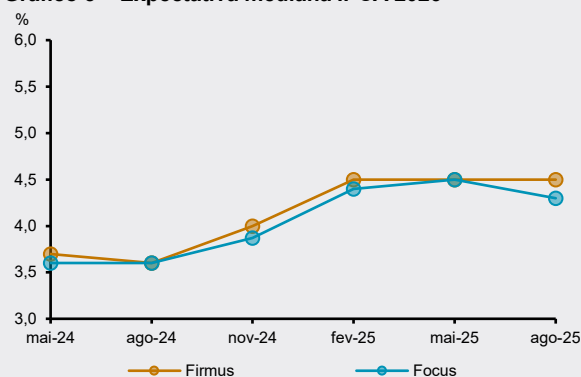
Dinâmica de expectativas da pesquisa Firmus

A pesquisa Firmus coleta e reporta as projeções dos participantes para diferentes variáveis macroeconômicas (inflação, PIB e câmbio), para distintos horizontes. Dentre elas, as expectativas de inflação têm especial importância para a formulação e comunicação da política monetária. Nos Gráficos 2 e 3, que apresentam a mediana das expectativas de Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) coletadas pelas pesquisas Firmus⁴ e Focus⁵ para os anos de 2025 e 2026, observa-se que as expectativas medianas reportadas apresentam comportamentos similares ao longo do tempo. Na literatura internacional, diferentes pesquisas mostram que as expectativas reportadas por firmas tendem a ser consistentemente maiores do que as expectativas contemporâneas de analistas e participantes do mercado financeiro (WEBER *et al.*, 2022). No entanto, esse padrão não se confirmou para o caso brasileiro no período analisado.

3/ A taxa de resposta da Firmus tem variado entre 50% e 60%, em linha com o reportado por Weber *et al.* (2022). Segundo os autores, levantamentos conduzidos por órgãos públicos costumam alcançar taxas de participação entre 50% e 80%, bem acima das observadas em pesquisas privadas, que frequentemente não superam 10%.

4/ As projeções para o IPCA em ano-calendário passaram a ser coletadas a partir da 3ª rodada da pesquisa Firmus, em maio de 2024, ponto inicial dos Gráficos 2, 3, 5 e 6. Optou-se por adotar projeções em ano-calendário, em vez de horizontes móveis de doze meses à frente, porque esse é o formato mais utilizado na discussão macroeconômica, servindo como referência mais clara e amplamente acompanhada pelos agentes.

5/ Os dados do Focus apresentados neste box correspondem às expectativas divulgadas nos relatórios cujas datas de corte coincidem com os respectivos últimos dias de coleta da pesquisa Firmus em cada rodada.

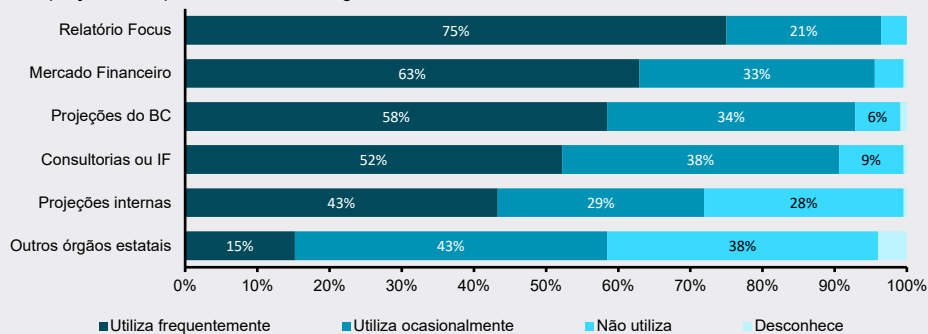
Gráfico 2 – Expectativa mediana IPCA 2025**Gráfico 3 – Expectativa mediana IPCA 2026**

Uma possível explicação para a proximidade observada é a ampla disseminação do relatório Focus, frequentemente noticiado pela imprensa e utilizado como referência de mercado. Para explorar esse aspecto, a rodada de agosto de 2025 da Firmus incluiu uma pergunta específica sobre a frequência de uso de diversas fontes de informação. Além do relatório Focus, as opções de resposta incluíam projeções elaboradas internamente pela empresa, informações do mercado financeiro (por exemplo, contrato futuro de taxa de câmbio ou medidas de inflação implícitas em contratos financeiros ou títulos públicos), projeções de consultorias ou instituições financeiras, projeções do BC e projeções de outros órgãos estatais.

Como mostra o Gráfico 4, o relatório Focus aparece como a fonte de informação mais utilizada. Aproximadamente 75% das firmas responderam que utilizam o Focus frequentemente e grande parte das demais afirmou utilizá-lo ocasionalmente. Ainda que o Focus raramente seja usado de forma isolada – quase a totalidade das firmas que o utilizam também disseram usar outras fontes –, sua proeminência pode contribuir para que as projeções das firmas se ancorem às expectativas dos analistas do mercado financeiro.

Gráfico 4 – Fontes de informação das projeções de variáveis

Proporção de respostas da coleta de ago/25



Apesar da ampla disseminação do Focus, os dados mostram que as empresas atualizam suas expectativas com base em fontes de informação heterogêneas. Ademais, firmas de diferentes setores tendem a ter incentivos distintos para coletar informações e atualizar suas expectativas, já que percebem diferentes sinais de preços e enfrentam dinâmicas de concorrência específicas (WEBER *et al.*, 2022). Por isso, suas expectativas tendem a ser mais dispersas. Os Gráficos 5 e 6 ilustram esse ponto, apresentando o desvio padrão das respostas à Firmus e ao Focus em diferentes períodos de coleta.

Gráfico 5 – Desvio padrão das expectativas IPCA 2025

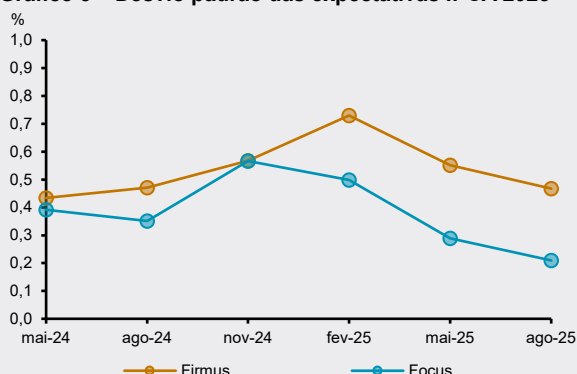
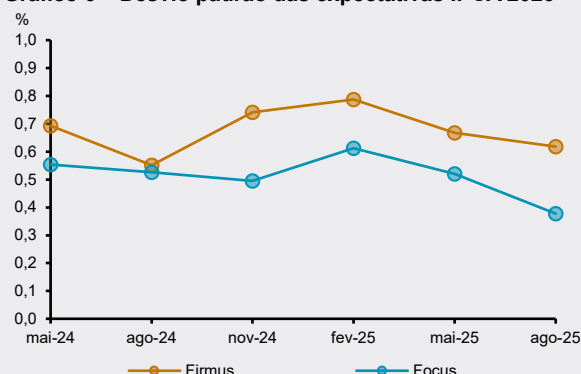


Gráfico 6 – Desvio padrão das expectativas IPCA 2026



Embora as expectativas medianas apresentem comportamento similar, o desvio padrão das respostas da pesquisa Firmus supera o da pesquisa Focus em todas as coletas e confirma maior heterogeneidade na atualização de expectativas entre as empresas

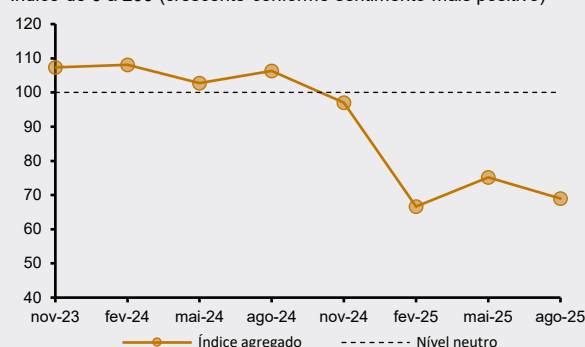
Percepções qualitativas

Além das projeções numéricas de inflação, PIB e câmbio, a pesquisa Firmus inclui um conjunto de questões de múltipla escolha, que permitem capturar percepções mais qualitativas. Os resultados dessas questões complementam as projeções macroeconômicas e ajudam a compreender como as empresas avaliam o ambiente econômico.

Uma dessas perguntas diz respeito ao sentimento quanto à situação econômica atual,⁶ cujo índice construído com base nas respostas sugere deterioração significativa desde o primeiro trimestre de 2025, como mostra o Gráfico 7.⁷

Gráfico 7 – Situação Econômica Atual

Índice de 0 a 200 (crescente conforme sentimento mais positivo)



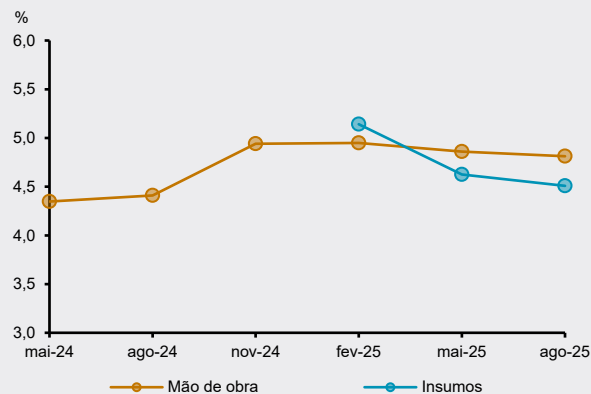
Outro aspecto primordial da pesquisa são as expectativas de custos, captadas pela Firmus por meio de questões com respostas expressas em intervalos numéricos. Uma dessas questões coleta a expectativa para a variação dos custos com mão de obra e faz parte do questionário desde a terceira rodada (maio de 2024). Adicionalmente, a partir de fevereiro de 2025, a pesquisa passou a levantar também as expectativas para a

6/ As empresas responderam à seguinte pergunta: “Como representante de sua empresa, você avalia que o sentimento predominante dentre os profissionais de seu setor de atividade quanto à situação econômica atual é: a. Fortemente positivo; b. Discretamente positivo; c. Neutro; d. Discretamente negativo; e. Fortemente negativo”

7/ Esse índice agregado, construído para os fins analíticos desse estudo, foi calculado ponderando as repostas de acordo com os seguintes pesos: a = 200; b = 150; c = 100; d = 50; e = 0.

variação dos custos com aquisição de insumos.⁸ O Gráfico 8 apresenta a evolução dos índices construídos a partir dessas questões.⁹ O custo esperado com mão de obra manteve-se acima da meta de inflação em todas as coletas e, após uma alta mais pronunciada no final de 2024 e um trimestre de estabilidade, recuou de forma marginal nos dois levantamentos mais recentes. Já o custo esperado com aquisição de insumos exibiu tendência de queda em 2025, embora também tenha permanecido acima da meta de inflação.

Gráfico 8 – Custos - 12 meses à frente



A Firmus também coleta informações sobre as expectativas de reajuste dos preços finais e sobre a evolução esperada das margens de resultado nos doze meses à frente, visando captar potenciais pressões inflacionárias.^{10,11} Os Gráficos 9 e 10 mostram a evolução dos índices construídos a partir dessas questões,¹² indicando que, em agosto de 2025, tanto as expectativas de reajuste de preços quanto as margens projetadas encontravam-se em níveis inferiores aos registrados no mesmo período do ano anterior, ainda que permanecendo em terreno positivo. Adicionalmente, nas duas últimas coletas houve melhora moderada da expectativa média para margens futuras, mesmo diante da tendência de desaceleração captada pela pergunta sobre preços. Esse movimento pode estar associado a expectativas de que menores pressões nos custos de insumos (Gráfico 6) compensem a perspectiva de reajustes mais contidos nos preços.

Gráfico 9 – Preços vs inflação - próximos 12 meses
Índice de 0 a 200 (crescente conforme variação mais positiva)

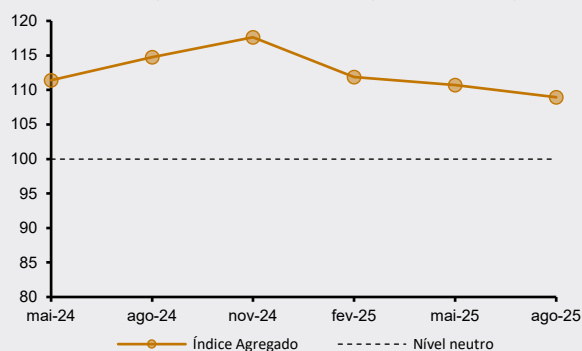
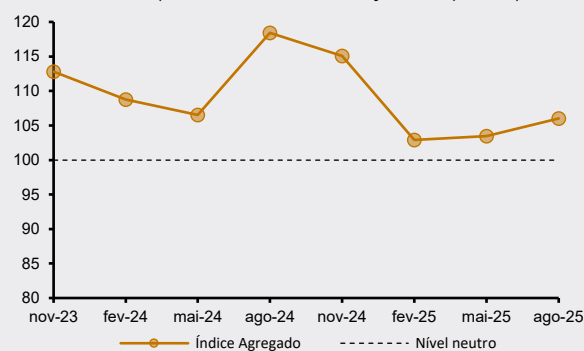


Gráfico 10 – Margem - próximos 12 meses vs atual
Índice de 0 a 200 (crescente conforme variação mais positiva)

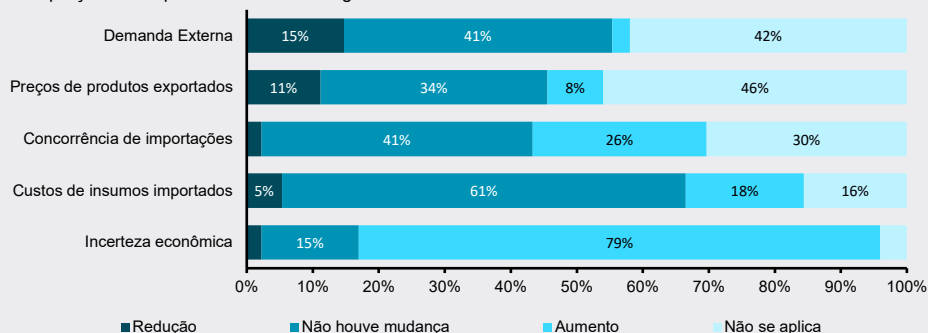


- 8/ As empresas responderam às seguintes perguntas: "Para os próximos doze meses, você espera que o custo médio de mão de obra da sua empresa tenha variação: a. Acima de 6%; b. Maior que 4% e até 6%; c. Maior que 2% e até 4%; d. De 0% até 2%; e. Negativa"; e "Para os próximos doze meses, você espera que o custo médio com aquisição de insumos da sua empresa tenha variação: a. Acima de 6%; b. Maior que 4% e até 6%; c. Maior que 2% e até 4%; d. De 0% até 2%; e. Negativa".
- 9/ Para os fins analíticos desse estudo, os custos esperados médios foram calculados ponderando as repostas das respectivas perguntas de acordo com os seguintes valores: a = 7%; b = 5%; c = 3%; d = 1%; e = -1%.
- 10/ As empresas responderam à seguinte pergunta: "Nos próximos doze meses, como você espera que a variação dos preços dos produtos da sua empresa se compare à inflação esperada, medida pelo IPCA? a. Fortemente acima da inflação esperada; b. Discretamente acima da inflação esperada; c. Em linha com a inflação esperada; d. Discretamente abaixo da inflação esperada; e. Fortemente abaixo da inflação esperada".
- 11/ As empresas responderam à seguinte pergunta: "Para os próximos doze meses, você espera que a margem de resultado da sua empresa esteja: a. Fortemente acima da atual; b. Discretamente acima da atual; c. Em linha com a atual; d. Discretamente abaixo da atual; e. Fortemente abaixo da atual".
- 12/ Para os fins analíticos desse estudo, ambos os índices agregados são calculados ponderando as respostas das respectivas perguntas de acordo com os seguintes pesos: a = 200; b = 150; c = 100; d = 50; e = 0

Por fim, a Firmus também abre espaço ocasionalmente para questões que tratam de temas conjunturais de interesse. Nas duas rodadas mais recentes, investigou-se a percepção das empresas sobre os impactos da política comercial dos Estados Unidos da América (EUA). Em ambas, a maioria das empresas relatou ainda não perceber impacto direto, apesar de haver menções a redução de demanda externa ou aumento da concorrência com importações (Gráfico 11). Para contextualizar a resposta, é relevante notar que para parcela significativa dos participantes alguns dos possíveis canais de transmissão direta não são relevantes (responderam “não se aplica”). Todavia, a ampla maioria das empresas apontou aumento da incerteza econômica decorrente da mudança na postura da política comercial norte americana. O Gráfico 11 apresenta os resultados dessa questão na última rodada.

Gráfico 11 – Impactos da política comercial dos EUA

Proporção de respostas da coleta de ago/25



Considerações Finais

Os resultados apresentados neste box indicam que as medianas das expectativas de inflação coletadas pela Firmus acompanham de perto as medianas do relatório Focus, reforçando a relevância desse relatório na coordenação das expectativas das empresas brasileiras. Ao mesmo tempo, a Firmus agrega valor ao fornecer informações adicionais, como a maior heterogeneidade das respostas numéricas, os indicadores de sentimento sobre a situação econômica e as expectativas de custos, preços finais e margens, que oferecem insumos distintos e complementares à condução da política monetária. Além disso, a inclusão de questões especiais em algumas rodadas permite captar percepções das empresas sobre temas conjunturais de interesse.

Assim, a Firmus não apenas confirma a importância do Focus, mas amplia o leque de informações disponíveis ao BC e a toda sociedade, oferecendo uma visão mais abrangente do processo de formação de expectativas. No entanto, é importante ressaltar que as análises devem ser interpretadas com cautela, pois se baseiam em amostra ainda em expansão e com número limitado de rodadas. Ao leitor interessado, fica o convite para o acompanhamento das edições vindouras dos relatórios da pesquisa [Firmus](#) no site do BC, inclusive a divulgação na próxima semana dos resultados completos obtidos a partir dos dados coletados em agosto.

Referências Bibliográficas

CANDIA, B.; COIBION, O.; e GORODNICHENKO, Y. (2024). "The Inflation Expectations of US Firms: Evidence from a new survey". *Journal of Monetary Economics*, 145, 103569.

COIBION, O.; GORODNICHENKO, Y.; e KUMAR, S. (2018). "How do firms form their expectations? New survey evidence". *American Economic Review*, 108(9): 2671-2713.

COIBION, O.; GORODNICHENKO, Y.; e ROPELE, T. (2020). "Inflation expectations and firm decisions: New causal evidence". *The Quarterly Journal of Economics*, 135(1): 165-219.

WEBER, M.; d'ACUNTO, F.; GORODNICHENKO, Y.; e COIBION, O. (2022). "The subjective inflation expectations of households and firms: Measurement, determinants, and implications". *Journal of Economic Perspectives*, 36(3): 157-184.

2

Perspectivas para a inflação

Este capítulo analisa as perspectivas para a inflação. As projeções de inflação apresentadas se estendem até o primeiro trimestre de 2028, compreendendo assim dez trimestres à frente.³⁷ As projeções utilizam o conjunto de informações disponíveis até a 273ª reunião do Copom, realizada em 16 e 17.09.2025. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 12.9.2025, 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.³⁸ Os cenários apresentados neste capítulo utilizam como condicionantes as trajetórias da taxa Selic oriunda da pesquisa Focus, conduzida pelo BC, e da taxa de câmbio baseada na teoria da PPC.³⁹ As projeções dependem não apenas das hipóteses sobre as taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de outras variáveis exógenas. As projeções são apresentadas conjuntamente com intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza envolvido.

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

2.1 Revisões e projeções de curto prazo

A inflação ao consumidor no trimestre encerrado em agosto foi menor do que a esperada, mas com contribuição expressiva de fatores específicos. A inflação observada ficou 0,56 p.p. abaixo do Cenário do Copom (Tabela 2.1.1). A maior parte da surpresa está relacionada ao bônus de Itaipu e seu efeito nas tarifas de energia elétrica residencial. A projeção apresentada no Relatório anterior considerava que a distribuição do bônus teria efeito neutro para a projeção do trimestre encerrado em agosto, com redução das tarifas em julho e retorno aos níveis normais em agosto. A distribuição do bônus somente em agosto teve impacto da ordem de -0,4 p.p. na inflação acumulada no trimestre. Entre os preços livres, houve surpresas para baixo em alimentação no domicílio e em bens industriais, enquanto o segmento de serviços teve variação mais próxima do esperado. Em bens industriais, a queda de preço em automóvel novo teve contribuição importante para o resultado mais baixo do segmento e provavelmente está associada aos efeitos da redução de IPI sobre automóveis de entrada.⁴⁰ Ainda assim, as surpresas em bens industriais e alimentação foram relativamente disseminadas

37/ Ver o box [Governança para comunicação do horizonte de projeções de inflação](#), do Relatório de Inflação de setembro de 2024.

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

39/ Ver o box [Condicionantes de câmbio nas projeções do Banco Central do Brasil e a paridade do poder de compra](#), do Relatório de Inflação de setembro de 2020.

40/ Foi publicado em 11/07/2025, o Decreto 12.549, que alterou a sistemática do cálculo do IPI para veículos novos. Parte das alterações tiveram efeito imediato, com a redução a zero do IPI sobre modelos mais populares. Outras alterações devem ter efeitos mais defasados, em função do princípio da noventena.

e podem refletir o repasse da recente apreciação cambial – além de alguns fatores idiossincráticos, como a queda nos preços do café no atacado até meados de julho. Em sentido contrário, a projeção de inflação para setembro foi revista de 0,15% no Relatório anterior para 0,62% no atual. A projeção para energia elétrica foi majorada pela reversão do bônus de Itaipu no mês e pela vigência da bandeira vermelha 2, ante a premissa de vermelha 1 no Relatório passado. Esse efeito foi compensado apenas parcialmente pela redução da projeção para os demais segmentos.

Tabela 2.1.1 – IPCA – Surpresa inflacionária

	Variação %				
	2025				12 meses até ago.
	Jun	Jul	Ago	No trim. até ago.	
Cenário do Copom ^{1/}	0,33	0,18	0,44	0,95	5,72
IPCA observado	0,24	0,26	-0,11	0,39	5,13
Surpresa (p.p.)	-0,09	0,08	-0,55	-0,56	-0,59

Fontes: IBGE e BC

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

As projeções mensais de curto prazo indicam manutenção da inflação acumulada em doze meses acima do limite superior do intervalo de tolerância (Tabela 2.1.2). Os preços da alimentação no domicílio devem apresentar variações mais elevadas até o final do ano. Além da sazonalidade menos favorável, permanece o risco de alta mais forte nos preços do boi gordo e da carne bovina, que está parcialmente incorporado nas projeções. A inflação de bens industriais, ajudada pelos movimentos da taxa de câmbio e dos preços ao produtor, deve continuar em patamar próximo ao dos meses recentes, inferior ao observado no fim de 2024 e início de 2025. Em serviços, as medidas de inflação subjacente devem continuar pressionadas, consistentes com o alto grau de inércia dos preços do segmento e com o mercado de trabalho ainda aquecido. Os preços administrados devem apresentar, até o final do ano, variações muito influenciadas pelo subitem energia elétrica residencial. A projeção adota hipótese de bandeira verde em dezembro, mas o cenário hídrico segue indicando risco elevado de bandeiras tarifárias restritivas no curto prazo. Adicionalmente, como já discutido no parágrafo anterior, a distribuição do bônus de Itaipu em agosto gera efeito de alta nas tarifas de energia de setembro, com impacto da ordem de 0,4 p.p. no IPCA cheio do mês. Nesse contexto, a média dos núcleos deve se manter ao redor de 5% na variação acumulada em doze meses.

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

	Variação %			
	2025			
	Set	Out	Nov	Dez
Variação mensal	0,62	0,23	0,22	0,53
Variação trimestral	0,77	0,74	1,07	0,98
Variação em 12 meses	5,32	4,97	4,80	4,81

Fontes: IBGE e BC

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

2.2 Projeções condicionais

Determinantes da inflação e condicionamentos⁴¹

Na comparação com o Relatório anterior, a trajetória considerada para a taxa Selic no cenário de referência subiu 0,25 p.p. para 2025 e apresentou queda um pouco mais rápida ao longo de 2026, mas mantendo os mesmos valores nos finais de ano a partir de 2027. A reunião de setembro de 2024 iniciou ciclo de aperto

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

monetário, com aumento de 0,25 p.p. da taxa Selic, seguido de elevação de 0,50 p.p. em novembro, de 1,00 p.p. nas reuniões de dezembro, janeiro e março, de 0,50 p.p. na reunião de maio, e de 0,25 p.p. na reunião de junho, fazendo com que a taxa Selic subisse de 10,50% para 15,00% a.a. Na trajetória Focus considerada, a taxa Selic se mantém em 15,00% até o fim de 2025. A taxa retoma trajetória descendente na primeira reunião de 2026, terminando o ano em 12,38% e 2027 em 10,50% (Gráfico 2.2.1). A taxa até o fim de 2025 é 0,25 p.p. superior à do Relatório anterior, que não considerava um aumento de 0,25 p.p. na reunião de junho. Além disso, algumas reduções são antecipadas ao longo de 2026 e 2027, porém mantendo o mesmo nível para a taxa Selic no final de 2027. Após esse período, a trajetória é bastante semelhante à do Relatório anterior.

As expectativas de inflação da pesquisa Focus reduziram-se para os próximos anos, mas mantendo ainda distanciamento em relação à meta para a inflação. A mediana das expectativas, quando comparada com a do Relatório anterior, reduziu-se de 5,25% para 4,83% para 2025, de 4,50% para 4,30% para 2026 e de 4,00% para 3,90% 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 Firmus⁴².

A trajetória da taxa Selic real ex-ante apresentou oscilação em relação ao Relatório 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 em relação à do Relatório anterior (Gráfico 2.2.2). Entre 2025 e 2026, ela segue principalmente os movimentos das expectativas para a taxa de juros nominal, com elevação em 2025 e redução entre meados de 2026 e 2027. Já a partir do segundo semestre de 2027, ocorre elevação devido ao movimento de redução das expectativas de inflação. Considerando a medida mencionada, a taxa de juros real ex-ante, que começou trajetória ascendente no segundo trimestre de 2024, alcança o pico de 9,6% no terceiro trimestre de 2025, enquanto no Relatório anterior o pico ocorria no segundo trimestre desse ano, e depois entra em trajetória de queda, alcançando 6,2% no final do horizonte.

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

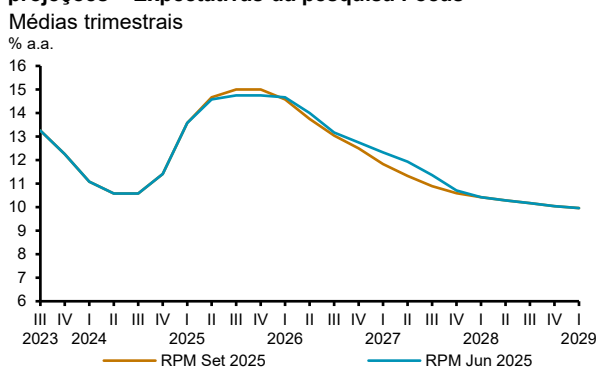
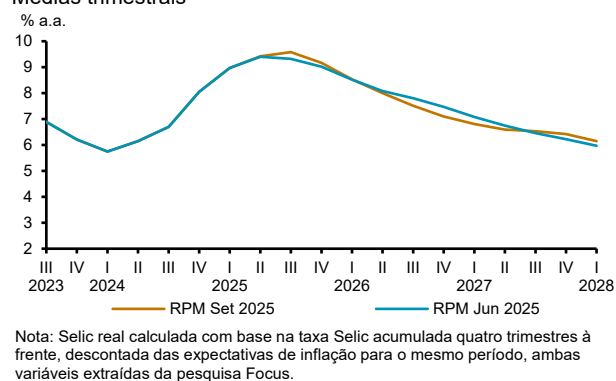


Gráfico 2.2.2 – Selic real acum. quatro trimestres à frente Médias trimestrais



A taxa de câmbio se apreciou no trimestre, refletindo fatores externos e internos. Nas projeções de inflação do cenário de referência, a taxa de câmbio parte de R\$5,40/US\$, valor 3,6% menor do que o considerado no Relatório anterior, de R\$5,60/US\$, e segue trajetória de acordo com a PPC (Gráfico 2.2.3). O valor do dólar a nível global tem oscilado, refletindo também anúncios da política tarifária nos EUA e suas reações, mas o movimento predominante foi de depreciação. Internamente, a percepção dos agentes sobre o cenário fiscal segue impactando os preços de ativos domésticos. Por outro lado, o diferencial de taxa de juros tem sido um fator que tem contribuído para a apreciação da moeda nacional. As médias consideradas da taxa de câmbio nos últimos trimestres de 2025, 2026 e 2027 são de R\$5,41/US\$, R\$5,46/US\$ e R\$5,52/US\$, respectivamente.

42/ Para mais detalhes sobre a pesquisa Firmus, ver <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/firmus> e boxe [Pesquisa Firmus – expectativas e percepções das empresas brasileiras](#) neste Relatório.

O preço do petróleo apresentou ligeira oscilação no trimestre, impactado pelo conflito no Oriente Médio e ampliação da produção da Opep+. 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 trajetória considerada, o preço médio do petróleo tipo Brent para o quarto trimestre de 2025 é US\$66,81, valor 1,7% superior ao do Relatório anterior, caindo para US\$66,11 no segundo trimestre de 2026 e depois crescendo a 2% a.a. (Gráfico 2.2.4). Após oscilar em função do conflito entre Israel e Irã, os preços continuaram a ser pressionados para baixo principalmente pelo anúncio da Opep+ de reversão mais acelerada dos cortes voluntários de produção. Os preços de *commodities*, medidos pelo IC-Br em dólares, aumentaram. O aumento observado em metálicas e agropecuárias superou a queda em energéticas.

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

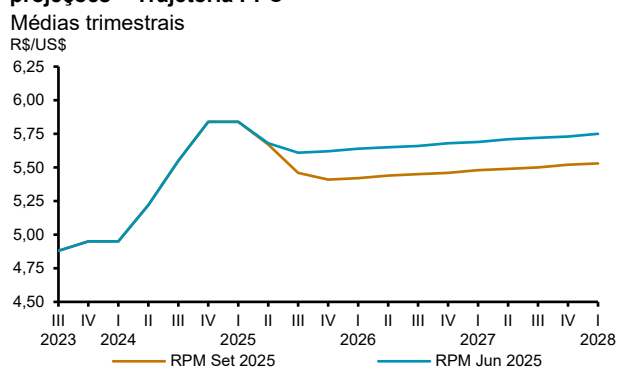
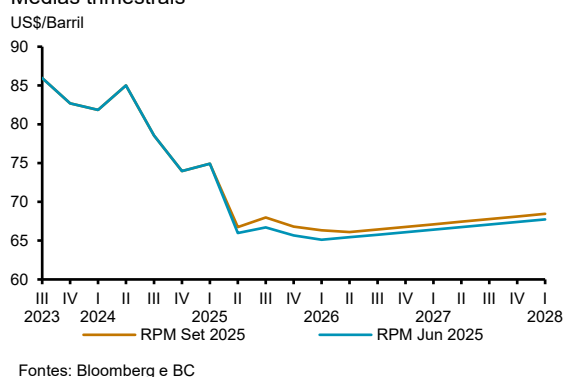


Gráfico 2.2.4 – Preço do petróleo Brent



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.⁴³ 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 que os resultados oscilam em prazos mais curtos e depois melhoram gradualmente 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. No horizonte de projeções, supõe-se que essa variável oscila em prazos mais curtos e depois melhora gradualmente ao longo do tempo. 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, levando ao acionamento de bandeiras mais caras e revisão da previsão para o curto prazo. Após início de ano bastante favorável, houve piora no cenário hidrológico desde o Relatório de março, com o nível de reservatórios se mantendo 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, e vermelha 2 para agosto e setembro. No cenário, considera-se bandeira vermelha 1 em outubro, amarela em novembro e verde em dezembro. Para os meses finais de trimestre em 2026 e 2027, considera-se a mesma sequência de bandeiras de 2025. 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 Relatório anterior, refletindo principalmente os grupos mercado de capitais, moedas e risco. Como medidas pelo Indicador de Condições Financeiras (ICF),

43/ Ver, por exemplo, o box [Atualização de medidas de taxa de juros real neutra no Brasil](#), do Relatório de Inflação de junho de 2024.

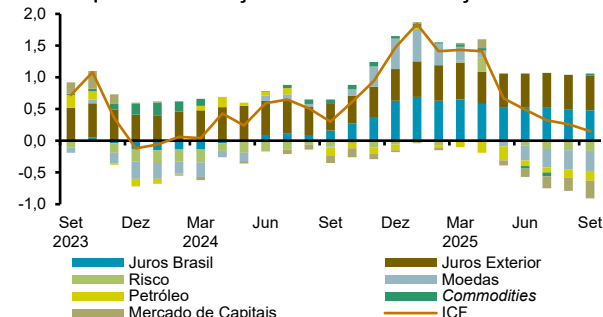
calculado pelo BC, as condições financeiras chegaram em meados de setembro em níveis menos restritivos do que os de junho (Gráficos 2.2.5 e 2.2.6).⁴⁴ A redução do ICF desde o último Relatório decorreu principalmente da valorização das bolsas de valores doméstica e externas, apreciação do real, redução do *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX) e do prêmio de risco país, e diminuição do preço do petróleo. Tais movimentos mais do que compensaram a redução do preço de *commodities* agrícolas.⁴⁵

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: 01.09.2023–12.09.2025.

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 setembro/2025 refere-se à média até o dia 12.

O crescimento do PIB apresentou desaceleração no segundo trimestre do ano, após crescimento significativo no início do ano. O PIB, ajustado sazonalmente, cresceu 0,4% no segundo trimestre de 2025 na comparação com o trimestre anterior, após elevações de 0,1% e 1,3% no quarto trimestre de 2024 e primeiro trimestre de 2025, respectivamente. Os setores de Serviços e Indústria cresceram 0,6% e 0,5%, respectivamente, enquanto a Agropecuária caiu 0,1%. Na mesma base de comparação, o consumo das famílias cresceu 0,5%, após elevação de 1,0% no primeiro trimestre de 2025. Já a FBCF caiu 2,2%, após seis trimestres consecutivos de aumento. Para 2025, a projeção de crescimento do PIB caiu de 2,1% do Relatório anterior para 2,0%.⁴⁶ A estimativa inicial para a projeção de 2026 é de 1,5%.

Os indicadores de mercado de trabalho e de utilização da capacidade instalada apresentaram sinais mistos, embora ambos ainda sugiram aquecimento da economia. A taxa de desocupação voltou a cair, atingindo nova mínima histórica, de 5,7% no trimestre encerrado em julho (ajustado sazonalmente). Já o Nível de utilização da capacidade instalada (Nuci), calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) com ajuste sazonal, caiu, de 83,7% em maio para 82,6% em agosto. Além disso, as contratações líquidas medidas pelo Novo Caged caíram para cerca de 113 mil empregos na média mensal entre maio e julho, patamar ainda historicamente elevado, ante média de 165 mil no trimestre anterior (dados ajustados sazonalmente).

O radar do mercado de trabalho continua mostrando aquecimento. Essa medida considera informações históricas de uma série de indicadores de mercado de trabalho até julho 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 julho de 2025 com abril de 2025, tanto as medidas de rendimento quanto de emprego apontam em direções contrárias. Enquanto o rendimento médio real da indústria de transformação e o reajuste real das negociações coletivas apontam uma redução no aquecimento, as duas outras medidas de rendimento (crescimento do rendimento médio real da PNAD e razão entre salário de admissão e desligamento) indicam maior aquecimento. Entre as medidas de emprego, enquanto a taxa de desocupação e nível de ocupação estão no ponto de maior aquecimento histórico, as métricas desligamentos voluntários, taxa de participação, saldo

44/ Notar que o Relatório anterior utilizou dados do ICF até 13.6.2025 e o atual até 12.9.2025. 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 box [Indicador de Condições Financeiras](#), do Relatório de Inflação de março de 2020, e para decomposição em fatores domésticos e externos, ver box [Decomposição do Indicador de Condições Financeiras em fatores domésticos e externos](#), do Relatório de Inflação de dezembro de 2022.

45/ 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.

46/ Ver o box [Projeções para a evolução do PIB em 2025 e 2026](#), deste Relatório.

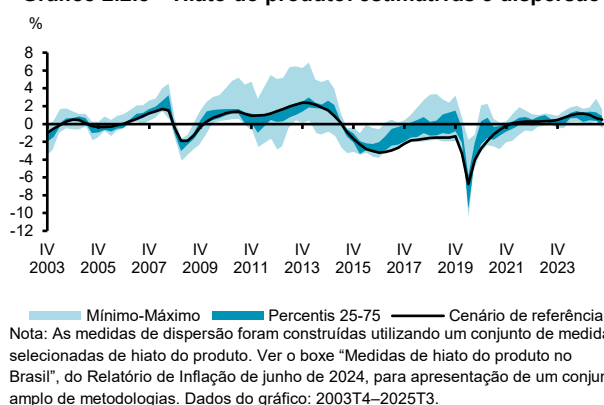
de emprego formal, e quantidade de requerentes de seguro-desemprego indicam um menor aquecimento em julho de 2025 quando comparado com abril de 2025. No comparativo com doze meses atrás, enquanto os indicadores de rendimento apontam uma redução no aquecimento, a maioria das métricas de emprego indicam um maior aquecimento do mercado de trabalho em relação a julho de 2024.

O hiato do produto continua em níveis positivos, pressionando assim a inflação, mas a projeção é de queda ao longo dos próximos trimestres. O hiato do produto estimado para o segundo e terceiro trimestres de 2025 é de 0,7% e 0,5%, respectivamente (Gráfico 2.2.8).⁴⁷ Considera-se que valores positivos para o hiato são consistentes com a pressão inflacionária observada recentemente. Houve ligeira elevação da estimativa do hiato para o segundo trimestre em comparação com o valor de 0,5% informado no Relatório de Política Monetária de junho de 2025, por conta dos dados mais recentes do mercado de trabalho, que vieram mais fortes do que se antecipava. Vale lembrar que a medida de hiato utilizada aqui não se refere apenas ao PIB, mas é também influenciada por outras variáveis associadas à utilização da capacidade e ao mercado de trabalho.⁴⁸ Entretanto, antecipa-se uma redução do hiato para valores negativos ao longo dos próximos trimestres, atingindo -0,5% no primeiro trimestre de 2027. As condições monetárias restritivas desempenham papel fundamental nesse movimento. Aqui também se observa uma elevação em relação à projeção de -0,8% para o quarto trimestre de 2026 reportada no Relatório de junho. 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



Gráfico 2.2.8 – Hiato do produto: estimativas e dispersão



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;⁴⁹ e iv. avaliação sobre o estado e perspectivas da economia.⁵⁰

Nas projeções do cenário de referência, a inflação se mantém acima do limite superior do intervalo de tolerância nos próximos meses e depois, mesmo seguindo o movimento de queda iniciado no segundo trimestre de 2025, ainda permanece acima da meta. Nesse cenário, que utiliza taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio seguindo a PPC, após permanecer na faixa de 5,3%-5,5% nos três primeiros trimestres de

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

48/ Ver o box [Atualização dos modelos semiestruturais de pequeno porte](#), do Relatório de Inflação de junho de 2024

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

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

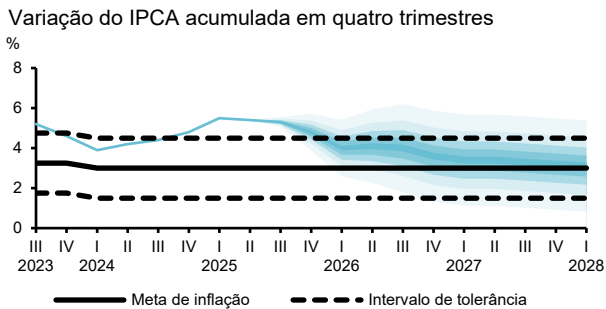
2025, a inflação acumulada em quatro trimestres cai para 4,8% no final do ano, 3,6% em 2026 e 3,1% no último período considerado, referente ao primeiro trimestre de 2028 (Tabela 2.2.1). No horizonte relevante de política monetária, considerado como sendo o primeiro trimestre de 2027, a inflação projetada é 3,4%. 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 continua em 26% no caso do limite superior e 6% no caso do limite inferior (Tabela 2.2.2), uma vez que a previsão do quarto trimestre de 2026 ficou estável.⁵¹ Considerando as projeções mensais, a inflação acumulada em doze meses ficou superior ao limite superior do intervalo de tolerância da meta por seis meses consecutivos em junho deste ano (ver Seção 2.1), caracterizando-se assim descumprimento da meta para a inflação. As razões desse descumprimento foram publicadas em carta aberta ao MF e nota neste Relatório.⁵²

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

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

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	71
2026	1,50	6	4,50	26
2027	1,50	11	4,50	17

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

Na comparação com o Relatório anterior, as projeções de inflação tiveram leve queda para 2025 e estabilidade para o horizonte relevante de política monetária. A projeção para 2025 caiu 0,1 p.p. No horizonte relevante de política monetária considerado como sendo o primeiro trimestre de 2027, a projeção ficou estável. Entre os fatores que pressionaram a inflação para cima, destacam-se o dinamismo no mercado de trabalho, em contexto de hiato positivo, e o aumento da projeção de energia elétrica residencial, e, como fatores baixistas, destacam-se a redução das expectativas de inflação e a apreciação do real. Na comparação com a reunião do Copom em julho (272ª reunião), as projeções de inflação nesse horizonte também se mantiveram constantes (ver Ata da 272ª reunião).

51/ 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.

52/ A aferição ocorre por meio do chamado “sistema de metas contínuas”, estabelecido pelo Decreto 12.079, de 26.6.2024. A nota e a carta contêm: I - a descrição detalhada das causas do descumprimento; II - as medidas necessárias para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e III - o prazo esperado para que as medidas produzam efeito.

2.3 Balanço de riscos

O Copom avalia a presença de diversos riscos ao redor das projeções de inflação do cenário de referência.

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

O balanço de riscos apresentado é um instrumento de comunicação da política monetária e traz informação importante sobre as incertezas avaliadas pelo Comitê para o horizonte de projeções.

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

Em sua reunião mais recente (273ª 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 Relatório, ainda se mantêm em valores acima da meta de 3,00%. Na comparação com o Relatório anterior, para 2026, a mediana passou de 4,50% para 4,30%; para 2027, de 4,00% para 3,90%; e para 2028, reduziu de 3,85% para 3,70%. A manutenção da desancoragem por período mais prolongado teria consequências sobre a credibilidade do sistema de metas, tendendo a tornar as expectativas mais sensíveis a choques de curto prazo, a pressionar a dinâmica de preços e salários e a aumentar o repasse cambial para preços.

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

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

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

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

for acompanhado de valorização global do dólar e forte redução do apetite ao risco, haveria pressão sobre o valor do real, repercutindo sobre a inflação doméstica. Do ponto de vista doméstico, no caso de verificação de políticas, como as do âmbito fiscal, que levem a nova deterioração da percepção dos agentes, poderiam ocorrer novos efeitos na taxa de câmbio e nas expectativas de inflação, com as pressões inflacionárias decorrentes.

Riscos para inflação abaixo do cenário de referência:

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

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

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

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

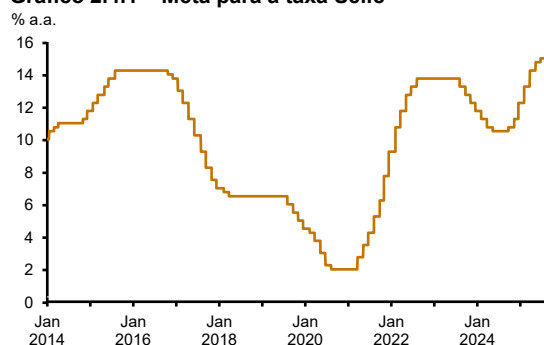
iii. redução nos preços das *commodities* com efeitos desinflacionários

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

2.4 Condução da política monetária

Na reunião de 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 19.09.2025.

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 sua reunião mais recente, em setembro, o Comitê manteve a taxa Selic em 15,00%, ressaltando, uma vez mais, que 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 Comitê enfatizou que o cenário segue sendo marcado por expectativas desancoradas, projeções de inflação elevadas, resiliência na atividade econômica e pressões no mercado de trabalho.

O Comitê reafirmou que seguirá vigilante, avaliando se a manutenção do nível corrente da taxa de juros por período bastante prolongado é suficiente para assegurar a convergência da inflação à meta. O Comitê enfatiza que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados e que 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 metodologias⁵³. Portanto, o hiato apresentado neste capítulo incorpora informações de diferentes metodologias e julgamento do Copom. Entre as variáveis de atividade utilizadas, destacam-se o PIB, o Nuci calculado pela FGV, a taxa de desocupação medida pelo IBGE e o estoque de empregos formais medido pelo Novo Caged do MTE, todas ajustadas sazonalmente.

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

Tendência da inflação salarial por setores e faixas etárias

Uma medida de tendência da inflação salarial no setor formal da economia brasileira é estimada com base na variação dos salários nominais de admissão e desligamento registrados pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged). Essa tendência é formada pela soma de fatores comuns e específicos a diferentes segmentações dos dados. Os resultados mostram elevada correlação entre a atividade econômica e as tendências estimadas com recortes por setor e por faixa etária, refletindo a influência de fatores macroeconômicos amplos. Essas correlações também sugerem que essa tendência pode atuar como indicador complementar do mercado de trabalho brasileiro.

Este box apresenta estimativas da tendência da inflação salarial para os salários nominais de admissão e desligamento do Caged, com foco na identificação dos componentes persistentes e transitórios do crescimento salarial. A análise aplica o modelo de fatores dinâmicos com parâmetros variantes no tempo proposto por Almuzara, Audoly e Melcangi (2025), utilizando uma estrutura multivariada para decompor o crescimento salarial agregado em componentes persistentes e transitórios. Essa estrutura permite construir uma medida de inflação salarial tendencial levando em conta a interrelação observada em diferentes desagregações dos dados. Este box explora duas desagregações específicas: por setores de atividade econômica (CNAE 2.0) e por faixas etárias dos trabalhadores contratados e desligados. As desagregações foram calculadas a partir dos microdados do Caged, cobrindo o período de janeiro de 2008 a julho de 2025.¹

A tendência estimada pode servir como um indicador adicional para analisar o mercado de trabalho no Brasil. Além disso, o modelo utilizado possui estrutura flexível e pode ser adaptado para investigações em outros contextos, como análises regionais, ocupacionais ou por nível de escolaridade, ampliando seu potencial de aplicação em estudos sobre o mercado de trabalho. Cabe destacar, contudo, que as estimativas aqui obtidas refletem exclusivamente o setor formal da economia brasileira, não capturando dinâmicas salariais do segmento informal.² Por essa razão, os resultados devem ser interpretados como complementares às métricas tradicionais de atividade econômica.

Tendência agregada e seus componentes

A tendência salarial agregada é a soma ponderada das tendências individuais dos grupos. Essa soma pode ser dividida em duas partes. Uma delas é a tendência comum, que capta os fatores persistentes compartilhados entre os grupos – sejam setores de atividade econômica ou faixas etárias – e reflete influências macroeconômicas amplas que afetam de forma transversal o mercado de trabalho. A outra parte é a tendência específica, que expressa a agregação de variações idiossincráticas associadas a cada grupo, revelando dinâmicas particulares que não são explicadas pelo fator comum.

O Gráfico 1 apresenta a variação anual dos salários nominais observada nos dados do Caged, as estimativas da tendência agregada, representada pela linha verde, a tendência comum entre setores, indicada pela linha pontilhada marrom, e a tendência específica, representada pela linha pontilhada azul, estimadas com os dados segmentados por setores de atividade econômica. O Gráfico 1a mostra as estimativas para os salários

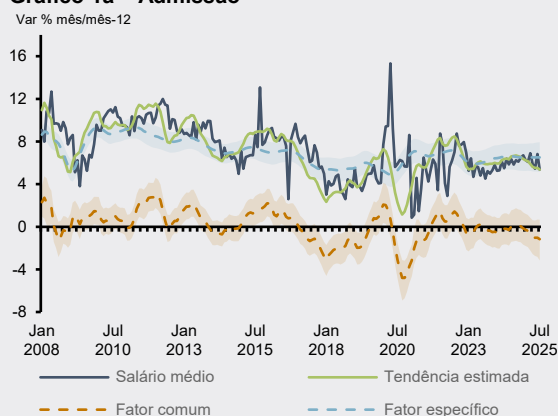
1/ A amostra inicia em 2007, no período em que os microdados da pesquisa passaram a informar a classificação de setores de acordo com a CNAE 2.0. Após computar a variação anual dos salários, a primeira observação corresponde a janeiro de 2008.

2/ Testes preliminares com os dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) foram prejudicados principalmente pelo tamanho menor da amostra.

de admissão, enquanto o Gráfico 1b mostra as estimativas para os salários de desligamento.³ O Gráfico 2, por sua vez, repete o exercício com a desagregação por faixa etária dos trabalhadores admitidos (Gráfico 2a) e desligados (Gráfico 2b). A comparação entre estimativas revela que a tendência agregada, tanto por setor de atividade quanto por faixa etária, apresenta trajetória parecida ao longo do tempo. Isso se deve a semelhança entre as tendências comuns estimadas nos dois modelos: a correlação entre as tendências comuns das duas desagregações é de 0,70 para os salários de admissão e 0,92 para os salários de desligamento. Esses valores sugerem que fatores macroeconômicos afetam de forma relativamente homogênea diferentes segmentos da força de trabalho.

Gráfico 1 – Tendência agregada da variação salarial de 12 meses do salário médio de admissão e desligamento, estimada a partir dos dados por setor de atividade econômica.

Gráfico 1a – Admissão



Nota: Dados mensais de janeiro/2008 a julho/2025. Faixa sombreada representa o intervalo de credibilidade (percentis 16% a 84%).

Fontes: Caged, elaboração BC.

Gráfico 1b – Desligamento

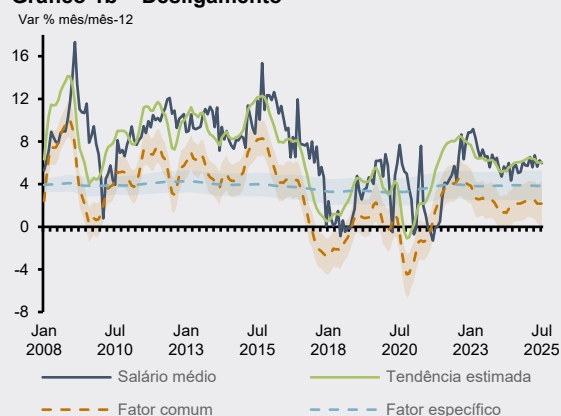
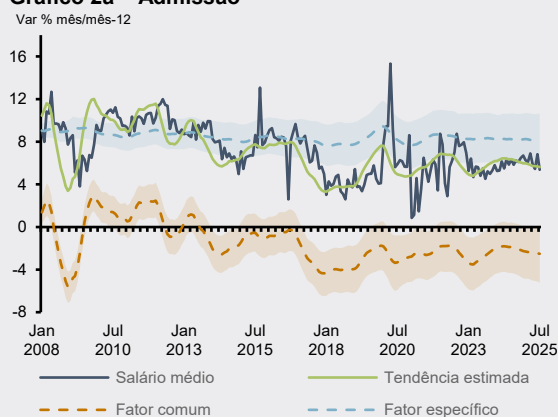


Gráfico 2 – Tendência agregada da variação salarial de 12 meses do salário médio de admissão e desligamento, estimada a partir dos dados por faixa etária.

Gráfico 2a – Admissão



Nota: Dados mensais de janeiro/2008 a julho/2025. Faixa sombreada representa o intervalo de credibilidade (percentis 16% a 84%).

Fontes: Caged, elaboração BC.

Gráfico 2b – Desligamento



3/ Os dados seguem os mesmos ajustes feitos pelo Ministério do Trabalho e Emprego (2025), excluindo valores menores que 0,3 salários mínimos e maiores que 150 salários mínimos. Note também que, por construção, o fator comum e o fator específico da tendência são aditivos na construção da tendência agregada. Ver o anexo ao final do box com a descrição do modelo.

Contribuição de setores e faixas etárias

Os Gráficos 3a e 3b apresentam a decomposição da tendência agregada dos salários médios de admissão e desligamento, com base na segmentação por setor de atividade econômica. Para fins de facilitar a interpretação dos resultados, embora o modelo tenha sido estimado com base nos 21 setores definidos pela CNAE 2.0, os gráficos mostram a contribuição dos grupamentos de atividades econômicas para a tendência no período de 2023 a 2025.⁴ Observa-se que os grupamentos como serviços, comércio e indústria geral têm participação expressiva e consistente na composição da tendência agregada, refletindo seus pesos na estrutura do mercado de trabalho formal. As quedas das tendências nos salários de admissão e desligamento, observadas desde junho de 2024 e desde janeiro de 2025, respectivamente, aparentam ter contribuição decisiva do setor de serviços. No caso dos salários de desligamento, além de serviços, o setor de comércio também parece contribuir com a queda na tendência.

O Gráfico 4 apresenta as estimativas da decomposição da tendência agregada estimada com dados segmentados para faixas etárias dos trabalhadores e, assim como caso anterior, separada para salários de admissão (Gráfico 4a) e desligamento (Gráfico 4b). Essa figura revela que trabalhadores até 50 anos concentram a maior parcela da tendência agregada em ambos os casos. A queda recente na tendência estimada do salário de admissão é mais acentuada nas duas faixas intermediárias de idade, com os trabalhadores de 25 a 50 anos. Já no salário de desligamento, a decomposição destaca a diminuição nos salários das faixas mais elevadas contribuindo para a queda recente, especialmente para os trabalhadores acima dos 35 anos.

Gráfico 3 – Detalhamento da tendência do salário médio de admissão e desligamento, por grupamentos de atividades econômicas – janeiro de 2023 a julho de 2025.

Gráfico 3a – Admissão

Var % mês/mês-12

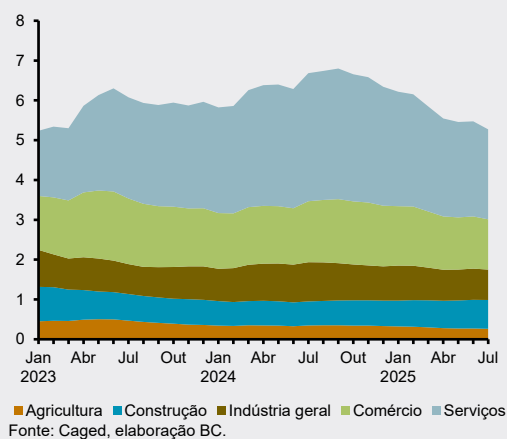
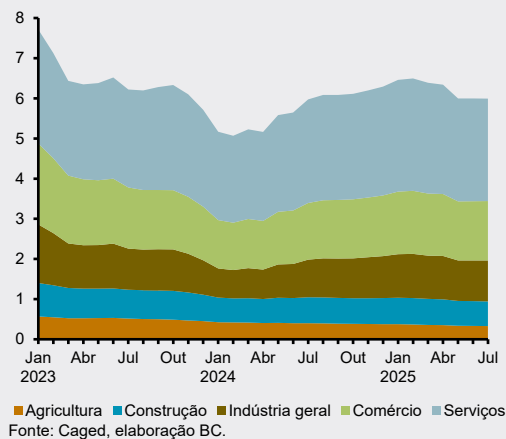


Gráfico 3b – Desligamento

Var % mês/mês-12



4/ Esses grupamentos seguem a classificação adotada pelo Ministério do Trabalho e Emprego, conforme documento oficial *Grupamentos de Atividades Econômicas*.

Gráfico 4 – Detalhamento da tendência agregada da variação salarial de 12 meses do salário médio de admissão e desligamento, por faixa etária – janeiro de 2023 a julho de 2025.

Gráfico 4a – Admissão

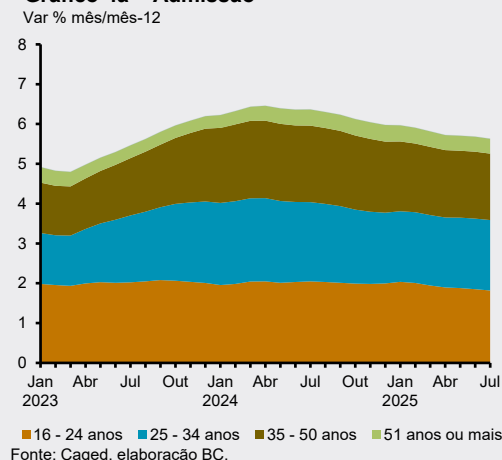
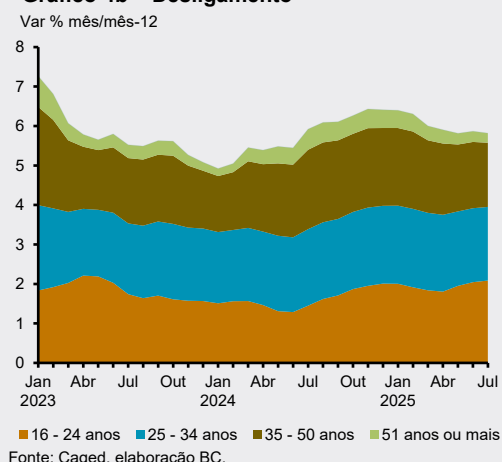


Gráfico 4b – Desligamento



Tendência salarial como indicador de atividade econômica

A partir da estimativa de uma medida de hiato do produto obtida pelo filtro de Hodrick-Prescott (HP) aplicado ao Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br)⁵, foram construídos correlogramas cruzados com as séries de tendência individual de cada uma das desagregações por faixa etária. Os resultados apresentados no Gráfico 5 indicam que a tendência do salário possui, em geral, uma correlação negativa, na maioria das vezes significativa, em relação ao hiato futuro; por outro lado, o hiato do produto possui uma correlação positiva com a tendência do salário futuro. As exceções sobre essa regularidade aparecem nas faixas intermediárias de idade para o salário de admissão.⁶

Gráfico 5 – Correlogramas cruzados entre o hiato do produto e tendências salariais por faixa etária (admissões e desligamentos).

Gráfico 5a – 16 a 24 anos (admissão)

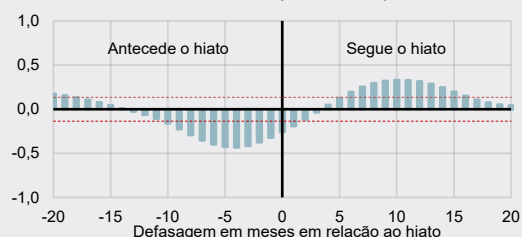


Gráfico 5b – 16 a 24 anos (desligamento)

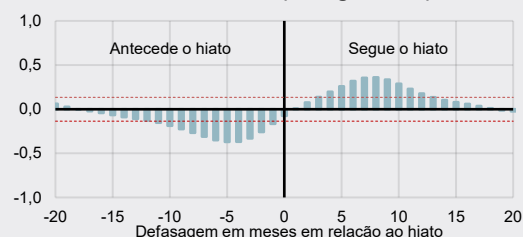


Gráfico 5c – 25 a 34 anos (admissão)

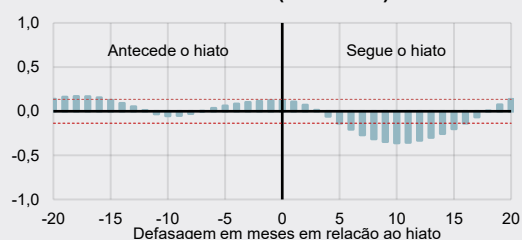
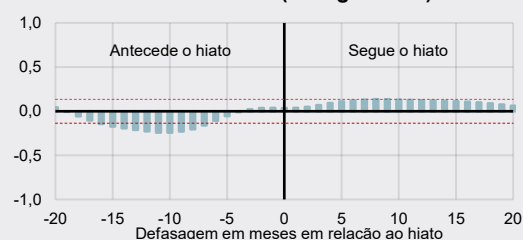
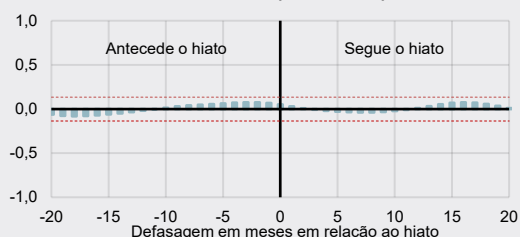
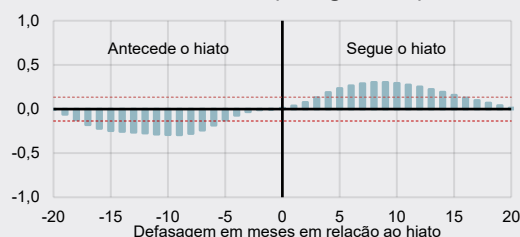
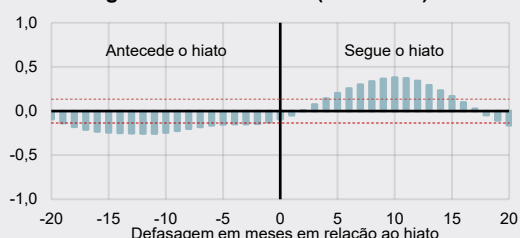
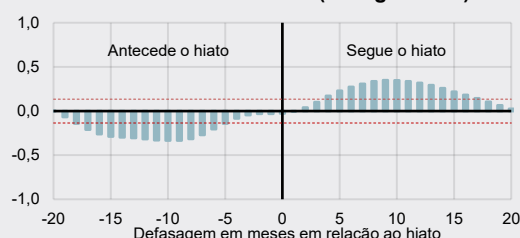


Gráfico 5d – 25 a 34 anos (desligamento)



5/ Excluindo o componente agropecuário e com ajuste sazonal. Série número 29608 no Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central – SGS.

6/ Esse padrão também aparece nos resultados segmentados por setor de atividade econômica, e usando outros filtros para calcular o hiato, como o filtro de Hamilton (2018).

Gráfico 5e – 35 a 50 anos (admissão)**Gráfico 5f – 35 a 50 anos (desligamento)****Gráfico 5g – 51 anos ou mais (admissão)****Gráfico 5h – 51 anos ou mais (desligamento)**

Com todas as limitações reconhecidas de um exercício estatístico simplificado como esse, os correlogramas sugerem um comportamento compatível com choques de oferta na relação negativa entre o hiato do produto e a tendência dos salários no passado – crescimento elevado de salários tendem a gerar pressões de custos, reduzindo a produção no presente. De forma análoga, existe uma sugestão de comportamento compatível com choques de demanda na relação positiva entre a tendência dos salários e o hiato do produto no passado, com a atividade aquecida levando um certo tempo para gerar aumentos significativos de salários na economia. A regularidade desse padrão no salário de desligamento para diferentes faixas etárias também parece mostrar que os salários de desligamento são mais influenciados por fatores agregados, ao invés de eventos particulares de cada grupo.

Em resumo, as decomposições por setor de atividade mostram o papel do setor de serviços na dinâmica do crescimento da tendência observada no último ano. Já a decomposição por faixa etária diferencia o papel das faixas intermediárias em relação às faixas mais elevadas de idade na desaceleração, respectivamente, dos salários de admissão e desligamento. As correlações cruzadas da tendência por faixa etária com o hiato do produto sugerem uma relação mais complexa e variada, combinando elementos de choques de oferta e de demanda dependendo da direção da relação. Esses resultados reforçam a importância da inflação salarial tendencial como elemento adicional para compreender os mecanismos de propagação de choques econômicos no mercado de trabalho brasileiro.

Ainda assim, é importante destacar que a abordagem possui a limitação de a representatividade dos dados estar restrita ao setor formal. Portanto, os resultados devem ser considerados com cautela, especialmente em aplicações que envolvam inferências sobre o ciclo econômico. Por outro lado, a estrutura multivariada e dinâmica do modelo permite sua aplicação em diferentes recortes e contextos empíricos, o que o torna uma ferramenta promissora para futuras pesquisas sobre dinâmica salarial e mercado de trabalho.

Anexo: Modelo de decomposição do crescimento salarial

O modelo de Almuzara, Audoly e Melcangi (2025) propõe uma medida de tendência da inflação salarial (*Trend Wage Inflation*, ou TWIn) a partir de microdados mensais de salários. O objetivo da abordagem é isolar o componente persistente do crescimento salarial, filtrando ruídos e variações transitórias, e capturar os fatores comuns e específicos que influenciam a dinâmica agregada dos salários.

A equação fundamental do modelo é dada por:

$$w_{it} = \frac{1}{12} \sum_{\ell=1}^{12} \tilde{\tau}_{i,t+1-\ell} + \tilde{\varepsilon}_{it},$$

onde w_{it} representa a taxa de inflação salarial anual para o setor i no mês t , calculada como a variação percentual do salário médio/mediano entre t e $t-12$. O termo $\tilde{\tau}_{i,t}$ representa o componente persistente (tendência) da inflação salarial mensal não observada, enquanto $\tilde{\varepsilon}_{it}$ expressa o componente transitório (ruído), que pode incluir erro de medição.

Para capturar correlações transversais entre setores, o modelo decompõe os componentes de tendência e ruído em partes comuns e específicas:

$$\tilde{\tau}_{it} = \alpha_{\tau,it} \tau_{ct} + \tau_{it},$$

$$\tilde{\varepsilon}_{it} = \alpha_{\varepsilon,it} \varepsilon_{ct} + \varepsilon_{it}.$$

Os componentes comuns ($\tau_{ct}, \varepsilon_{ct}$) refletem choques agregados que afetam todos os setores, enquanto os componentes específicos ($\tau_{it}, \varepsilon_{it}$) capturam variações idiossincráticas.

A dinâmica desses componentes é modelada como:

$$\tau_{ct} = \tau_{c,t-1} + \sigma_{\Delta\tau,ct} \eta_{\Delta\tau,ct},$$

$$\tau_{it} = \tau_{i,t-1} + \sigma_{\Delta\tau,it} \eta_{\Delta\tau,it},$$

$$\varepsilon_{ct} = (1 + \theta_{c1}L + \dots + \theta_{cp}L^p) \sigma_{\varepsilon,ct} \eta_{\varepsilon,ct},$$

$$\varepsilon_{it} = (1 + \theta_{i1}L + \dots + \theta_{iq}L^q) \sigma_{\varepsilon,it} \eta_{\varepsilon,it},$$

onde L é o operador de defasagem, e os termos η são ruídos gaussianos independentes. As tendências são modeladas como um passeio aleatório e a estrutura de médias móveis nos componentes transitórios permite capturar dependência temporal de curto prazo.

Os fatores de impacto (α) e as volatilidades (σ) são modelados como passeios aleatórios com variação lenta ao longo do tempo:

$$\Delta\alpha_{m,it} = \gamma_{\alpha,m,i} \nu_{\alpha,m,it}, \quad \text{onde } m \in \tau, \varepsilon, \quad i = 1, \dots, n,$$

$$\Delta \ln \sigma_{m,jt}^2 = \gamma_{\sigma,m,j} \nu_{\sigma,m,jt}, \quad \text{onde } m \in \Delta\tau, \varepsilon, \quad j = c, 1, \dots, n.$$

O objeto de interesse é a tendência da inflação salarial agregada, $\tilde{\tau}_t$, obtida da ponderação pelas participações setoriais ($\{s_{it}\}_{i=1}^n$):

$$\tilde{\tau}_t = \sum_{i=1}^n s_{it} \tilde{\tau}_{it} = \left(\sum_{i=1}^n s_{it} \alpha_{\tau,it} \right) \tau_{ct} + \sum_{i=1}^n s_{it} \tau_{it}.$$

Este termo representa a tendência agregada da inflação salarial, sendo a soma ponderada das tendências dos grupos. Essa soma pode ser decomposta em duas partes. A primeira é a parte comum agregada, que captura o fator comum sobre a tendência agregada. A segunda é a parte específica agregada, que reflete as variações específicas entre os grupos.

A estimação dos parâmetros do modelo e a inferência sobre os componentes latentes são conduzidas por meio de métodos Bayesianos, com amostragem realizada via algoritmo de *Gibbs Sampling* e suavização de estados. O procedimento segue a abordagem metodológica de Stock e Watson (2016) e Del Negro e Otrok (2008).

Referências

ALMUZARA, M.; AUDOLY, R.; MELCANGI, D. A measure of trend wage inflation. *Journal of Applied Econometrics*, v. 40, p. 508–520, 2025.

DEL NEGRO, M.; OTROK, C. Dynamic factor models with time-varying parameters: measuring changes in international business cycles. *Staff Reports*, n. 326, Federal Reserve Bank of New York, 2008.

HAMILTON, J. D. Why you should never use the Hodrick-Prescott filter. *The Review of Economics and Statistics*, v. 100, n. 5, p. 831–843, 2018.

MINISTÉRIO DO TRABALHO E EMPREGO. *Sumário executivo*: julho de 2025. Brasília, DF: Ministério do Trabalho e Emprego, 2025.

STOCK, J. H.; WATSON, M. W. Core inflation and trend inflation. *Review of Economics and Statistics*, v. 98, n. 4, p. 770–784, 2016.

Medindo a comunicação de política monetária

Este boxe descreve a aplicação de técnicas de machine learning ao conteúdo de publicações oficiais periódicas do Banco Central do Brasil (BC), criando indicadores de legibilidade textual e distribuição temática comparáveis ao longo do tempo. Trata-se de um esforço inicial de pesquisa e desenvolvimento metodológico, inserido em uma agenda institucional mais ampla de aprimoramento da comunicação, em particular da comunicação de política monetária.

Este boxe analisa a estrutura do conteúdo textual de comunicados e atas publicados pela autoridade monetária entre janeiro de 2003 (Copom 80) e dezembro de 2024 (Copom 267)¹. A estratégia combina organização e pré-processamento do conteúdo textual com métricas que capturam diferentes dimensões da comunicação: legibilidade (o quão fácil é ler) e distribuição temática (sobre o que se fala). Esse esforço se insere em uma agenda institucional mais ampla, que inclui também iniciativas recentes de aprimoramento da comunicação no Relatório de Política Monetária, cujo formato foi redesenhado para tornar a leitura mais clara e acessível.

Antes da criação dos indicadores, o conteúdo passa por um pré-processamento usual na literatura de processamento de linguagem natural (NLP): segmentação em frases, saneamento do texto, tokenização, remoção de ruído (símbolos e *stopwords*²), redução das palavras ao radical e detecção de bigramas, sendo cada uma dessas etapas usada quando pertinente, a depender da técnica empregada. A unidade de trabalho para estimação é a frase; já as séries históricas resultantes são apresentadas agregadas por publicação.

Legibilidade

O que é medido: A legibilidade é a facilidade de leitura de um texto. Essa medida indica o quão custosa é a leitura de cada publicação a partir de critérios objetivos de escrita, como o tamanho médio das frases e a complexidade das palavras. Uma maior legibilidade amplia a transparência por meio do maior alcance da leitura para públicos diversos.

Como é medido: O índice de legibilidade ALT³ (Moreno *et al*, 2022) é calculado pela média aritmética de quatro medidas – Coleman-Liau (CL), Flesch-Kincaid Grade (FK), Legibilidade Automatizado (ARI) e Gunning Fog (GF) – adaptadas para a língua portuguesa. Todas essas medidas operam em escala aproximada de anos de escolaridade. Fórmulas dos índices com parâmetros adaptados para a língua portuguesa:

- **FK:** $0,36 * (\text{palavras/frases}) + 10,4 * (\text{sílabas/palavra}) - 18$
- **CL:** $5,4 * (\text{caracteres/palavra}) - 21 * (\text{frases/palavra}) - 14$
- **GF:** $0,49 * [(\text{palavras/frases}) + 19 * (\text{palavras complexas/palavras})]$, sendo considerada uma palavra completa aquela com três ou mais sílabas.
- **ARI:** $4,6 * (\text{caracteres/palavra}) + 0,44 * (\text{palavras/frases}) - 20$

1/ O período abrange 188 publicações de atas e comunicados, oferecendo material textual suficientemente extenso para a estimação do modelo. O corte em 2024 visa resguardar o sigilo do Copom sobre as publicações mais recentes.

2/ Palavras de parada: são termos que são importantes para a estrutura gramatical do texto, mas que não carregam em si conteúdo semântico relevante, tais como artigos, preposições e pronomes.

3/ Sigla de análise de legibilidade textual.

$$ALT = 0,25*(FK + CL + GF + ARI)$$

Interpretação: ALT mais alto indica um texto mais denso ou complexo e que tende a exigir mais anos de escolaridade do leitor; ALT mais baixo indica um texto mais acessível. Como regra geral, valores abaixo de 13 sugerem alta legibilidade (fácil), valores 13 e 17 sugerem legibilidade intermediária e iguais ou superiores a 17 sugerem baixa legibilidade (difícil).

Abaixo, reportamos o índice ALT por ciclo do Copom calculado para a íntegra das publicações de comunicados e atas. O cálculo por parágrafo também pode ser útil para identificar trechos que elevam a complexidade do texto. Também estimamos o tempo de leitura como métrica auxiliar⁴. Importante salientar que é preciso cautela na interpretação desses resultados uma vez que os índices empregados não levam em consideração o conteúdo do texto ou a clareza argumentativa, mas apenas a sua estrutura e densidade linguísticas. Abordagens que consideram jargões, terminologias mais técnicas e outras medidas de complexidade semântica para além da dimensão estrutural do texto devem compor um próximo passo da análise.

Gráfico 1 – Índice ALT médio e tempo de leitura
Comunicados

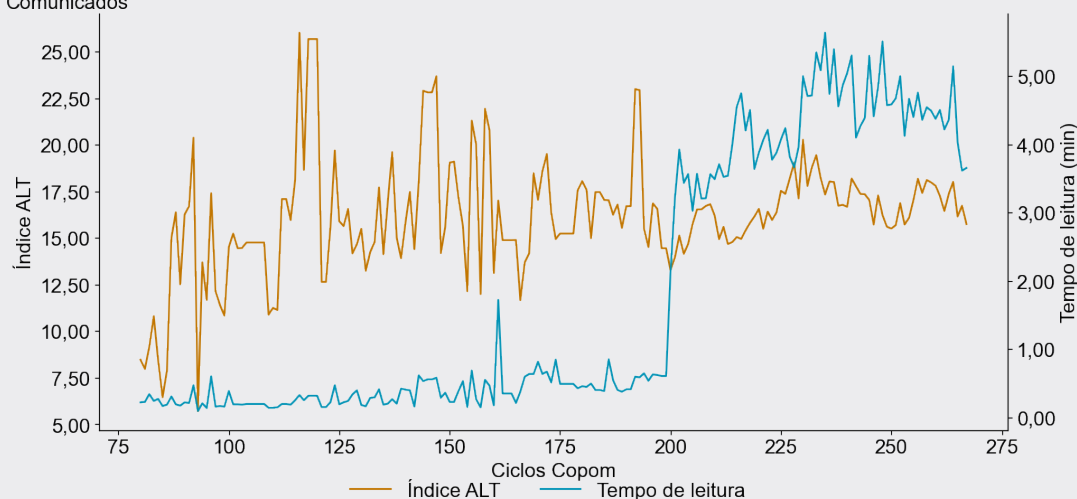
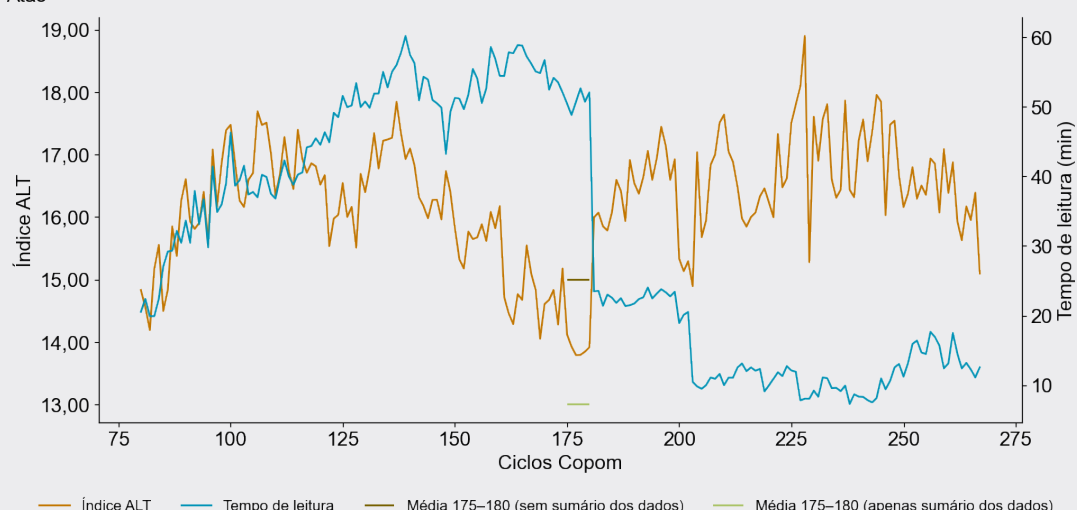


Gráfico 2 – Índice ALT médio e tempo de leitura
Atas



As visíveis quebras estruturais das séries no tempo de leitura refletem mudanças na estruturação das publicações do Copom. A partir da ata 181, o sumário dos dados analisados pelo Copom é suprimido das atas, reduzindo aproximadamente pela metade a extensão do texto. Já a partir do ciclo 200, os comunicados,

4/ Para o cálculo de tempo de leitura foi considerado uma leitura média de 200 palavras por minuto.

que eram em geral compostos por um único parágrafo informando a decisão da taxa, passam a ser significativamente mais longos incorporando uma prévia da conjuntura econômica e da discussão de política monetária ocorrida naquele ciclo, daí o salto do tempo de leitura. A partir deste mesmo ciclo, as atas passam a ser mais analíticas, em detrimento de um formato anterior que priorizava a descrição de indicadores. Assim, ambas as publicações passam a ser mais explicativas e, talvez por isso, em alguns trechos, mais densas, o que pode elevar o índice ALT.

Ainda, ao analisar a mínima histórica da série ALT para as atas do Copom, ocorrida entre os ciclos 175 e 180, pode parecer contraintuitivo que ela aconteça justamente antes da retirada do “Sumário dos dados analisados pelo Copom”, suprimido a partir do ciclo 181. Esse bloco, embora extenso, era sobretudo descritivo, com frases mais curtas e linguagem mais direta, o que reduzia o índice, ao passo que a parte analítica eleva a complexidade. A comparação das médias no gráfico, representadas como dois segmentos de reta entre as reuniões 175 e 180, confirma esse efeito.

Desde o segundo semestre de 2024, o Relatório de Política Monetária (RPM) passou a adotar *topic sentences*, ou tópicos frasais, no início dos seus parágrafos – frases curtas que antecipam a ideia central e aparecem em destaque. Esses tópicos frasais organizam a leitura, reduzem interpretações assimétricas e facilitam a localização do leitor ao longo das seções, o que é especialmente útil para ampliar o público para além do especializado. Os gráficos abaixo comparam o índice ALT dos tópicos frasais e seus respectivos parágrafos no RPM de junho de 2025.

Gráfico 3 – Índice ALT por parágrafo
RPM Junho 2025

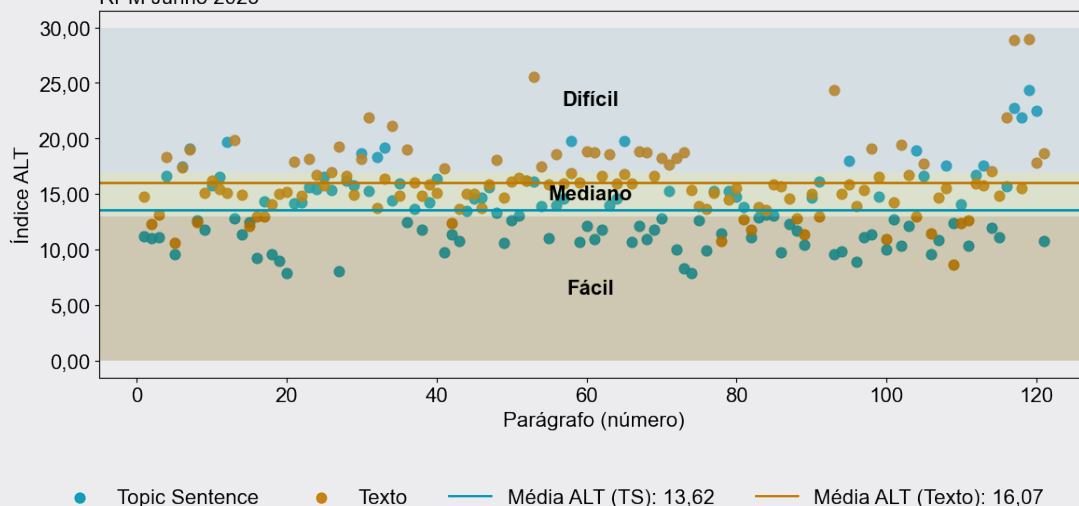
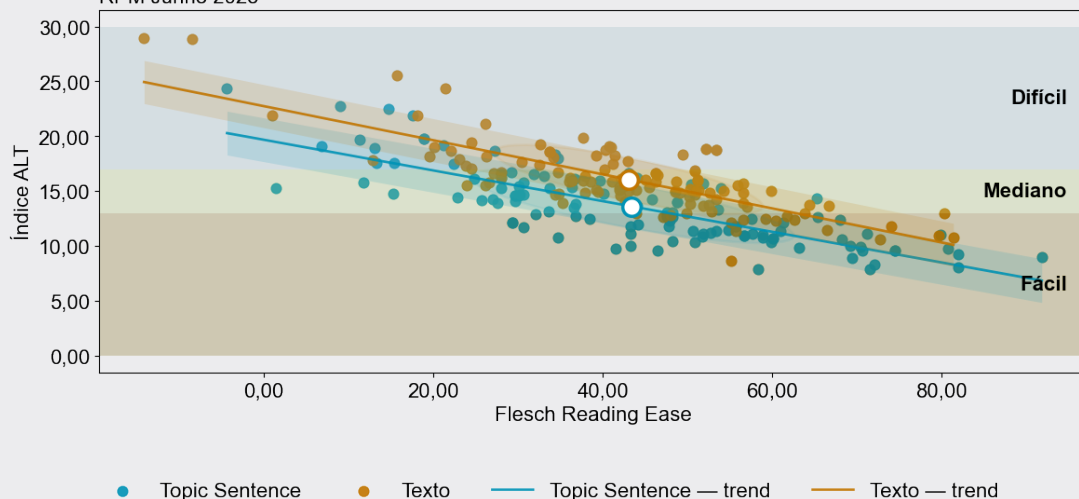
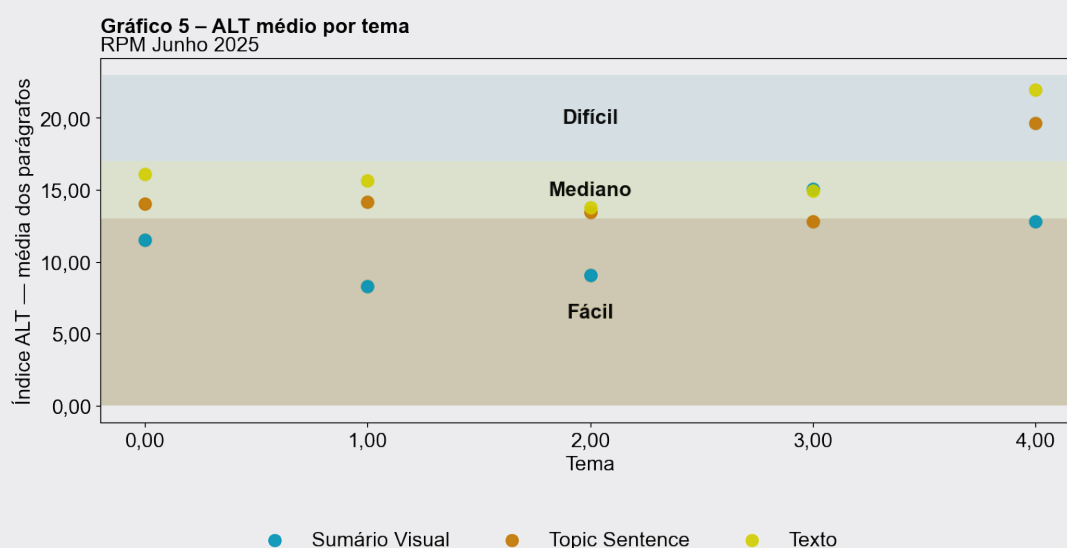


Gráfico 4 – Índice ALT vs Flesch Reading Ease
RPM Junho 2025



Os tópicos frasais exibem média de ALT menor do que dos parágrafos completos (13,67 vs. 16,07)⁵ e se concentram mais nas faixas de leitura fácil/mediana, sinalizando maior acessibilidade, ao passo que os parágrafos completos se distribuem mais entre mediana/difícil (Gráfico 3). Ao incrementar a análise com o índice *Flesch Reading Ease*⁶, nota-se que a concentração dos tópicos frasais fica localizada numa região de Flesch mais alto (mais fácil) e ALT mais baixo, com inclinação negativa, indicando que, para um mesmo nível de facilidade de leitura, os tópicos frasais tendem a exigir menos escolaridade para serem compreendidos se comparadas aos parágrafos completos (Gráfico 4).

Outro recurso disponível ao leitor é o sumário visual, publicado na mesma página de divulgação do RPM. Trata-se de uma ferramenta complementar, que busca facilitar e antecipar a compreensão dos principais pontos de cada seção do relatório. O gráfico abaixo mostra que os sumários visuais apresentam, em quase todas as seções, índices ALT médios mais baixos do que os tópicos frasais e o texto integral. Ainda, concentram-se na faixa de leitura fácil, enquanto os tópicos frasais e o texto integral ficam em faixas de maior exigência. Essa diferença sugere que o sumário visual oferece uma alternativa de leitura mais acessível, oferecendo uma porta de entrada menos exigente ao conteúdo do relatório.



Distribuição temática

O que é medido: Quanto espaço cada tema ocupa nas respectivas publicações do Copom e como essa composição muda ao longo do tempo. Os temas recorrentes incluem inflação e preços, política monetária e juros, atividade econômica, mercado de trabalho e economia global. A identificação dos temas é orientada pelos dados, que posteriormente são organizados em subgrupos de categorias macroeconômicas semelhantes.

Como é medido: O conjunto de dados textual passa por um pré-processamento usual da literatura de NLP: saneamento, padronização em letras minúsculas, remoção de ruído, redução das palavras ao radical, remoção de palavras muito raras ou muito frequentes e, por fim, a identificação de bigramas recorrentes. Em seguida, os tópicos são estimados por aprendizado de máquina não supervisionado (*unsupervised machine learning*) via *Latent Dirichlet Allocation* (LDA) com $K=20$ tópicos, sendo o parágrafo a unidade de análise. Como etapa final, a partir dos temas estimados, fazemos a previsão da distribuição deles na íntegra de cada uma das publicações, e esse resultado representa a participação percentual de cada tema no documento em análise (Hansen e McMachon, 2016).

5/ Diferença estatisticamente significativa ($t = -5,845$; $p < 0,00001$).

6/ Índice de facilidade de leitura, sigla FRE. Nesse caso, também com os parâmetros adaptados para o Português (Moreno et al., 2022). FRE: $227 - 72 * (\text{sílabas/palavras}) - 1,05 * (\text{palavras/frases})$. Quanto maior o índice, mais fácil a leitura. Como regra geral: acima de 90 muito fácil, entre 60 e 70 fácil, entre 50 e 60 moderado, entre 30 e 50 difícil, abaixo de 30 muito difícil.

7/ Hiperparâmetro selecionado com base em medidas de perplexidade e coerência.

O LDA é um modelo *bag-of-words* que, para qualquer trecho escolhido do texto, retorna um vetor de probabilidade associando cada um dos temas encontrados a uma probabilidade de compor aquele conjunto selecionado, cuja soma das probabilidades associadas a cada trecho analisado é 100%; variações ao longo do tempo refletem mudança na ênfase da publicação. Os temas estimados também são vetores de probabilidade, mas nesse caso cada tema (ou vetor) é uma distribuição de probabilidade em relação ao conjunto de palavras únicas que compõe todo o conjunto textual utilizado. As cinco a dez palavras com maior probabilidade associadas geralmente sinalizam o conteúdo semântico daquele tema e, com base nelas, os temas são classificados manualmente em categorias macroeconômicas após a estimação. É comum que surjam tópicos semelhantes (semântica próxima) e, para calcular a composição da distribuição temática, agregamos as participações desses tópicos similares em uma categoria comum.

A distribuição temática de cada frase também é estimada com o objetivo de identificar o principal tema tratado nos trechos menores das publicações. Dizemos que uma frase fala predominantemente a respeito de um tema específico quando a probabilidade associada àquele tema é de pelo menos 40%. Esse resultado é útil para seleção ou rotulação qualitativa de unidades de texto menores, e pode ser aplicado não só em frases, mas também parágrafos ou subseções.

Gráfico 6 - Distribuição temática — série histórica empilhada
Comunicados

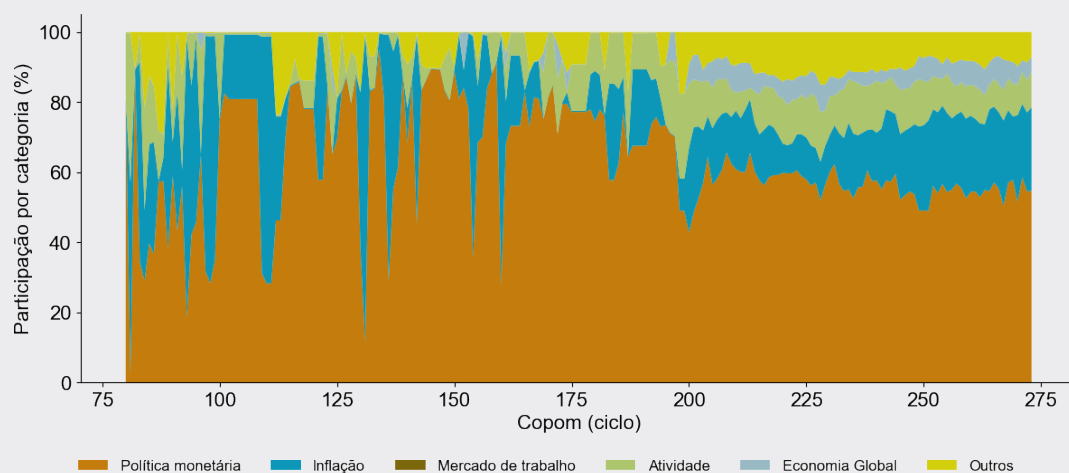
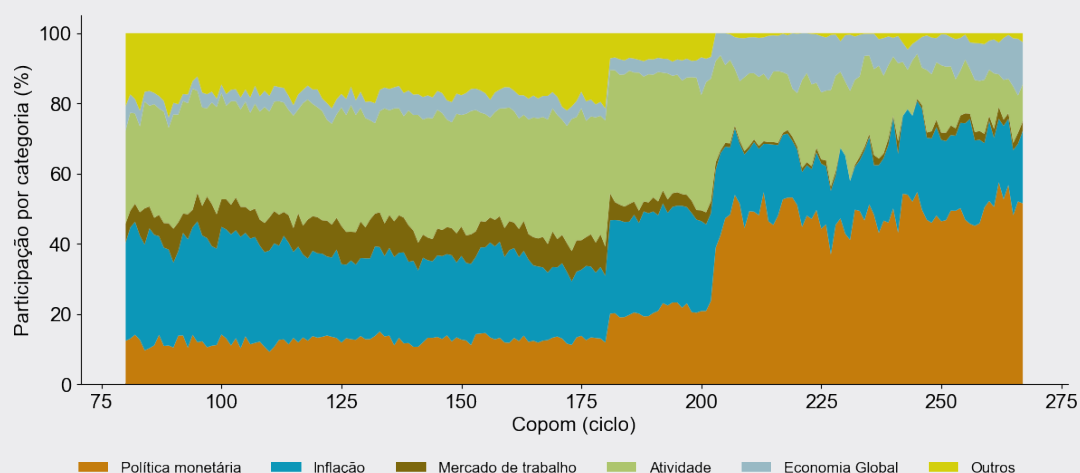


Gráfico 7 - Distribuição temática — série histórica empilhada
Atas

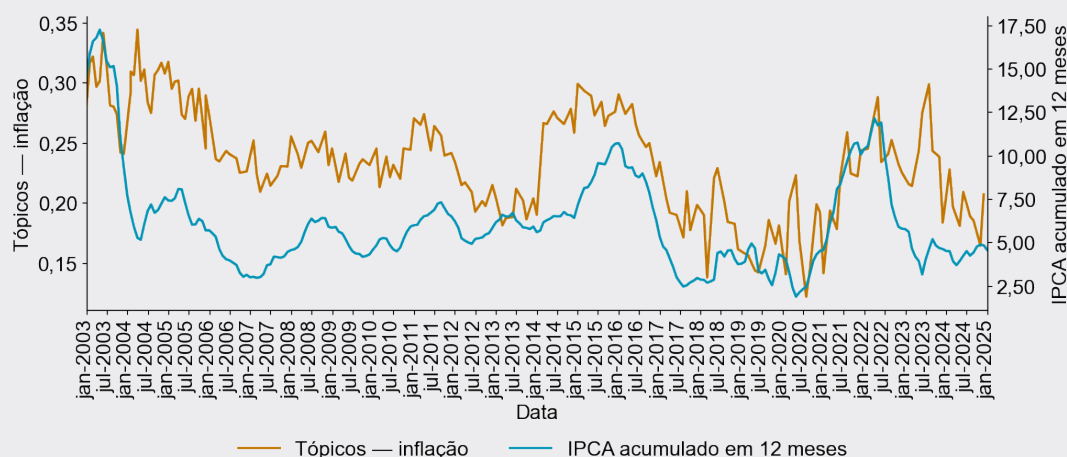


A composição temática das atas e comunicados também reflete a mudança de formatação das publicações a partir do Copom 200. Nesse ponto, ambas se tornam mais analíticas e, no caso dos comunicados, mais extensas. No caso das atas, a participação de “política monetária” cresce de forma mais clara, refletindo

o esforço do Comitê em registrar de maneira mais detalhada os elementos centrais do debate de política monetária em suas publicações. Já nos comunicados, que até o Copom 199 eram curtos e sintéticos, observa-se um ganho de diversidade temática: diferentes temas, como “inflação”, “atividade econômica” e “economia global” passam a ocupar espaço relevante, resultando em uma distribuição menos concentrada em um único tema. Ainda, como as participações temáticas somam 100%, quando um tema ganha espaço outros necessariamente perdem, o que reforça a interpretação de mudança de ênfase na comunicação. Em ambos os casos, parte dessa redistribuição está associada ao novo formato da comunicação, e não somente ao contexto macroeconômico.

Por outro lado, a evolução histórica da participação do tema “inflação e preços” nas atas mostra que existe correlação positiva moderada (0,59) com a trajetória do IPCA acumulado em doze meses, por exemplo. Os resultados mostram que, em períodos em que o IPCA esteve mais elevado, a comunicação do Copom também dedicou maior espaço à discussão de inflação e preços em suas atas. Esses resultados sugerem que a distribuição temática também acompanha movimentos do ambiente macroeconômico, de modo que observar a distribuição de temas pode ser útil para entender como o Copom calibra sua comunicação diante de diferentes conjunturas. Importante destacar, no entanto, que a distribuição temática não deve ser interpretada como sinal de política e deve ser avaliada em conjunto com outras medidas, além do próprio contexto.

Gráfico 8 - Tópicos inflação e preços vs IPCA acumulado em 12 meses
Correlação: 0,59



Importante: a inferência do LDA é feita sobre o documento na íntegra, gerando um vetor de probabilidades nos $K = 20$ tópicos. Por isso, mesmo em publicações curtas, como os comunicados até o Copom 199, a composição tende a incluir mais de um tema. Se, em vez disso, classificássemos frase a frase e atribuísssemos o tema predominante quando a probabilidade atingisse um determinado *threshold*, os gráficos exibiriam uma composição menos diversa, especialmente nos casos em que o documento tem poucas frases, uma vez que a distribuição passaria a refletir contagens discretas de frases categorizadas, não a distribuição probabilística do conteúdo textual da publicação.

Considerações finais

Os índices apresentados devem ser analisados com cautela, pois são medidas sintéticas de linguagem, construídos a partir de frases e, em alguns casos, normalizados para comparação ao longo do tempo. Ainda, diferenças entre atas e comunicados refletem, em parte, escolhas de ênfase editorial próprias da natureza de cada tipo de publicação e não devem ser interpretadas como divergência de conteúdo. Para comparações mais robustas, pode-se acrescentar outras dimensões de análise, como incorporação de medidas de sentimento⁸, inclusive recorrendo a modelos mais recentes de linguagem e inteligência artificial.

8/ Para uma interpretação de sentimento usando hLDA, vide Angelo et al (2021).

Fontes de incerteza na construção dos índices de legibilidade podem estar, por exemplo, na sensibilidade do índice à segmentação em frases, de modo que a presença de siglas e abreviações podem contaminá-lo, embora esse risco tenha sido mitigado no processo de construção do índice. Já na distribuição temática, a escolha de parâmetros como o número de tópicos afeta diretamente a estimação, além de outras características do modelo, como a sobreposição de temas em um mesmo tópico, o que pode afetar a interpretação do conteúdo textual.

Referências

Fasolo, A. M., Graminho, F. M. & Bastos, S. B. (2021). Seeing the forest for the trees: using hLDA models to evaluate communication in Banco Central do Brasil. Banco Central do Brasil, Departamento de Pesquisa, Working Papers Series, 555.

Hansen, S., & McMahon, M. (2016). Shocking language: Understanding the macroeconomic effects of central bank communication. *Journal of International Economics*, 99, S114-S133.

Moreno, G. C. D. L., de Souza, M. P., Hein, N., & Hein, A. K. (2022). ALT: um software para análise de legibilidade de textos em Língua Portuguesa.

Nota sobre o descumprimento da meta para a inflação

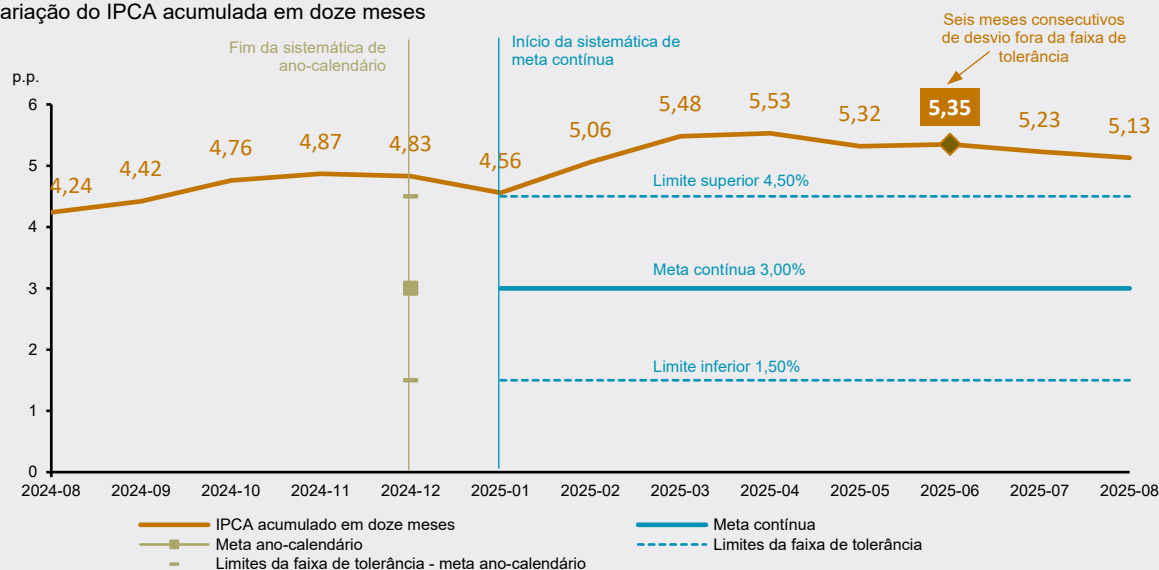
Esta nota tem por objetivo acompanhar a evolução do cenário de inflação e das medidas adotadas pelo Banco Central do Brasil (BC) para assegurar a convergência da inflação à meta. Trata-se de um instrumento adicional, previsto no Decreto 12.079/2024 que instituiu o sistema de metas contínuas para a inflação, que aumenta a transparência e a prestação de contas à sociedade. A carta aberta e a nota no Relatório de Política Monetária devem ser divulgadas quando houver descumprimento da meta para a inflação.

Sobre o descumprimento

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. A meta de inflação vigente, fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) na Resolução CMN nº 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.

Gráfico 1 – Evolução recente do IPCA

Variação do IPCA acumulada em doze meses



Sempre que houver descumprimento¹, o BC divulgará publicamente as razões do descumprimento por meio de carta aberta² ao Ministro de Estado da Fazenda e nota no Relatório de Política Monetária, contendo (i) a descrição detalhada das causas do descumprimento, (ii) as medidas necessárias para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos, e (iii) o prazo esperado para que as medidas produzam efeito.

1/ Artigo 6º do Decreto nº 12.079, de 26 de junho de 2024.

2/ O descumprimento da meta foi formalizado em carta aberta divulgada publicamente em 10 de julho de 2025. Ver em <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicometas>.

Na oportunidade da divulgação da carta aberta, o BC informou que produzirá nota trimestral no Relatório de Política Monetária (RPM) não apenas quando o descumprimento é formalizado, como prevê o Decreto, mas manterá a nota durante o período de descumprimento da meta, dessa forma reforçando a prestação de contas à sociedade. A 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 dentro do prazo estipulado.

Dinâmica de convergência da inflação

A inflação medida pelo IPCA permaneceu acima do limite superior da faixa de tolerância da meta de 3% até o momento atual e é esperado que tal comportamento se mantenha ao longo do restante do ano. Tal dinâmica já era esperada pelas projeções do cenário de referência divulgadas nos Relatórios de Política Monetária. A atividade econômica surpreendeu, com crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) acima do esperado e mercado de trabalho bastante aquecido, refletindo aumento do consumo das famílias e do investimento. Além disso, o hiato do produto em terreno positivo também pressiona a inflação ao consumidor. As expectativas de inflação se desancoraram, especialmente, ao longo do segundo semestre de 2024 e permaneceram acima da meta de inflação de 3%, o que torna mais desafiador o cenário de convergência. Por sua vez, a taxa de câmbio é um fator relevante pela volatilidade observada no período, com impacto direto nos preços de bens importados e nas expectativas de inflação. Por outro lado, a inércia inflacionária mantém contribuição relevante porque a inflação passada mais elevada gera pressão de custos, advinda de insumos mais caros e mecanismos informais de indexação salarial.

Em agosto, a inflação observada na medida acumulada em doze meses fechou em 5,13%, ainda acima do limite superior da faixa de tolerância da meta de 3%. Nessa métrica, os preços livres e os preços administrados aumentaram 5,45% e 4,22%, respectivamente, enquanto a média dos núcleos de inflação fechou agosto em 5,12%. A pressão inflacionária envolveu os diferentes segmentos que compõem o IPCA, refletindo a diversidade dos fatores inflacionários. Em particular, destaca-se:

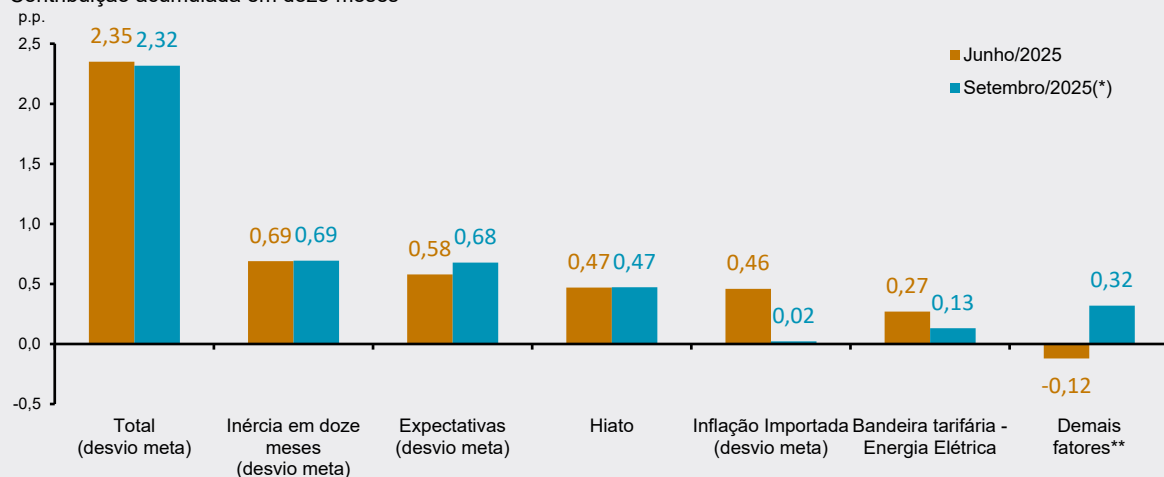
- Alimentação no domicílio: apresentou inflação de 7,01% no período de doze meses, refletindo fatores de oferta e depreciação cambial, combinados com pressões da atividade econômica e de aumento dos preços internacionais de algumas *commodities* agrícolas. Em 2024, a alimentação no domicílio teve inflação de 8,22%, particularmente pressionada por altas no preço de carnes;
- Bens industriais: a inflação desse grupo alcançou 3,33% nos últimos doze meses completados em agosto, em patamar considerado elevado para este grupo. Em 2024, esse segmento teve inflação de 2,89%. As leituras recentes mostram acomodação na margem, com quedas em preços de automóveis, itens de vestuário, higiene pessoal e outros;
- Serviços: depois de fechar o ano de 2024 em 4,77%, a inflação de serviços tem apresentado resiliência na margem, fechando em 6,16% na medida de doze meses completada em agosto. Os ajustes de preços de serviços continuam disseminados e pressionados por fatores inerciais, mercado de trabalho apertado e atividade econômica aquecida;
- Administrados: a inflação dos itens com preços administrados fechou em 4,22% no acumulado de doze meses completado em agosto. Em 2024, a inflação anual desse grupo ficou em 4,66%. A dinâmica recente tem refletido principalmente as mudanças nos preços da energia elétrica residencial, nos medicamentos e na gasolina.

Projeta-se uma inflação mensal para setembro de 0,62% a.m., o que corresponde a uma variação acumulada em doze meses projetada em 5,32% a.a. no fechamento do terceiro trimestre. Considerando essa projeção, é possível atualizar a decomposição do desvio do IPCA em relação à meta de 3,00%, comparando-a com a

decomposição publicada na carta aberta de julho. Utilizando a decomposição de fatores³ por meio dos modelos semiestruturais, observa-se os fatores que contribuem hoje para sustentar o desvio projetado de 2,32 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 0,69 p.p.), as expectativas de inflação elevadas (0,68 p.p.), o hiato do produto positivo (0,47 p.p.), a inflação importada (0,02 p.p.), a bandeira tarifária de energia elétrica (0,13 p.p.) e demais fatores (0,32 p.p.).

Gráfico 2 – Decomposição do desvio do IPCA em relação à meta

Contribuição acumulada em doze meses



* Dados realizados até agosto e projeção para setembro/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

A dinâmica recente tem mostrado leituras ainda acima do limite superior da faixa de tolerância da meta de inflação. No entanto, observa-se desaceleração gradual em algumas componentes, mas ainda sob a influência de fatores determinantes para o desenquadramento, como o hiato do produto positivo, as expectativas de inflação desancoradas e a inércia inflacionária. As projeções para a inflação nos próximos trimestres indicam que os fatores determinantes do desvio da inflação devem apresentar alguma acomodação, respondendo aos efeitos da transmissão da política monetária contracionista, com desaceleração gradual da atividade econômica, repasse cambial mais favorável e reancoragem das expectativas.

Medidas tomadas e seus efeitos sobre a inflação

O BC tem implementado medidas para mitigar os riscos inflacionários e reconduzir 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.

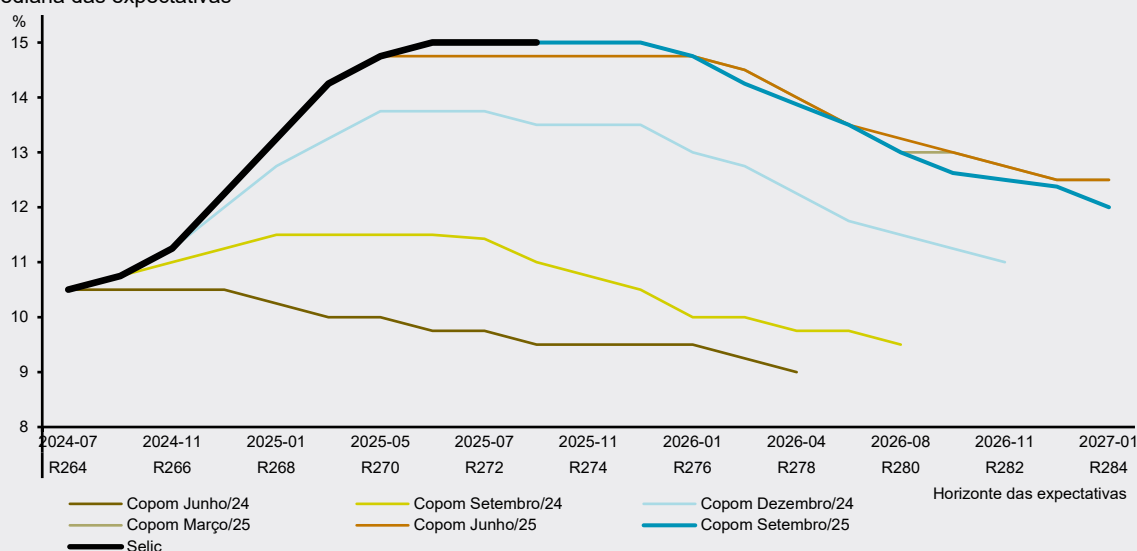
O Copom conduziu um firme ciclo de aperto monetário de setembro de 2024 até a reunião de junho de 2025. O cenário do Copom reconheceu pressões inflacionárias, deterioração de expectativas e atividade econômica aquecida, o que justificou um ajuste total de 4,5 pontos percentuais, levando a taxa Selic a 15% a.a. Na reunião de julho de 2025, diante de um cenário de elevada incerteza que exige cautela na condução da política monetária, o Comitê interrompeu o ciclo de alta para examinar os impactos acumulados do ciclo de alta, ainda por serem observados, e então avaliar se o nível corrente da taxa de juros, considerando a sua manutenção por período bastante prolongado, será suficiente para assegurar a convergência da inflação à meta.

3/ A decomposição é produzida a partir do modelo semiestrutural de pequeno porte. Para detalhes sobre procedimentos metodológicos, ver o box [Decomposição da Inflação de 2017](#), do Relatório de Inflação de março de 2018.

Na reunião de setembro, o Comitê manteve a taxa Selic em 15,00% a.a., e entende que essa decisão é compatível com a estratégia de convergência da inflação para o redor da meta de 3,00% ao longo do horizonte relevante. O cenário atual do Copom segue marcado por elevada incerteza, com expectativas desancoradas, projeções de inflação elevadas, resiliência na atividade econômica e pressões no mercado de trabalho. O Comitê avaliou que o cenário exige cautela na condução e que, 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.

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 da 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 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 da inflação para a 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. Esta nota dá cumprimento à previsão legal, ao mesmo tempo em que reforça que as decisões de política monetária sempre buscam a convergência da inflação para o redor da meta contínua de 3,00%.

Na reunião de setembro de 2025, o Copom avaliou que a condução da política monetária está adequada e compatível com a estratégia de convergência da inflação para a meta de 3,00% no horizonte relevante, que atualmente é o primeiro trimestre de 2027. Essa avaliação considera a evolução esperada para a inflação e depende da evolução dos componentes mais sensíveis à atividade econômica e à política monetária contracionista, das projeções de inflação, das expectativas de inflação, do hiato do produto e do balanço de riscos. Em sua decisão, o Comitê enfatizou que seguirá vigilante, que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados e que não hesitará em retomar o ciclo de ajuste caso julgue apropriado.



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

Siglas

a.a.	Ao ano
a.s.	Dados com ajuste sazonal
ADC	Ação Declaratória de Constitucionalidade
Adin	Ação Direta de Inconstitucionalidade
ALT	Análise de Legibilidade Textual
Anac	Agência Nacional de Aviação Civil
APU	Administração, Defesa, Educação e Saúde Públicas e Seguridade Social
BC	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BoE	Banco da Inglaterra
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CBE	Capitais Brasileiros no Exterior
CBO domiciliar	Classificação Brasileira de Ocupações adaptada para pesquisas domiciliares
CCT	Convenções Coletivas de Trabalho
CLT	Consolidação das Leis do Trabalho
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNAE	Classificação Nacional das Atividades Econômicas
Copom	Comitê de Política Monetária
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
Depec	Departamento Econômico
Depep	Departamento de Estudos e Pesquisas
Derin	Departamento de Assuntos Internacionais
Dstat	Departamento de Estatísticas
EC	Emenda Constitucional
EGAER	Eletricidade e gás, água, esgoto, atividades de gestão de resíduos
EUA	Estados Unidos da América
FAIT	Flexible average inflation target
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fed	Federal Reserve
FGI	Fundo Garantidor de Investimentos
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
GNL	Gás Natural Liquefeito
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IC-Br	Índice de Commodities – Brasil
ICF	Indicador de Condições Financeiras
IDP	Investimento direto no país
IF	Instituição financeira

INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPi	Imposto sobre Produtos Industrializados
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
Mediador	Sistema de Negociações Coletivas de Trabalho
MF	Ministério da Fazenda
MP	Medida Provisória
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NDRC	Comissão Nacional de Desenvolvimento e Reforme
NO	Nível de ocupação
Novo Caged	Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
Nuci	Nível de utilização da capacidade instalada
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
Opep+	Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados
p.p.	Pontos percentuais
PD	Pessoas Desocupadas
PEAC	Programa Emergencial de Acesso ao Crédito
PFFT	População Fora da Força de Trabalho
PIB	Produto Interno Bruto
PIM	Pesquisa Industrial Mensal
PIT	População em idade de trabalhar
PLOA	Projeto de Lei Orçamentária Anual
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PMS	Pesquisa Mensal de Serviços
PNAD Contínua	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
PO	População ocupada
POF	Pesquisa de Orçamentos Familiares
PPC	Paridade do Poder de Compra
QPC	Questionário Pré-COPOM
Rais	Relação Anual de Informações Sociais
RARD	Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias
RI	Relatório de Inflação
RNDBF	Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias
RPM	Relatório de Política Monetária
SCR	Sistema de Informações de Crédito
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SGS	Sistema Gerenciador de Séries Temporais
STF	Supremo Tribunal Federal
TD	Taxa de desocupação
TP	Taxa de participação
VIX	Chicago Board Options Exchange Volatility Index