

Relatório de Política Monetária: preservando flexibilidade

- ▶ O Relatório de Política Monetária (RPM) de junho mostrou projeção de inflação em 3,7% no 4T27, horizonte relevante na decisão que reduziu a Selic para 14,25%. A projeção foi revisada em +0,4 p.p. em relação ao RPM anterior — com altas disseminadas em todos os trimestres até o fim do horizonte relevante e estabilidade nas estimativas para 2028, ligeiramente acima da meta (3,1% no 3T28 e no 4T28, este último divulgado pela primeira vez).
- ▶ A revisão no horizonte relevante atual reflete (i) a surpresa altista recente do IPCA; (ii) a estimativa mais alta para o hiato do produto; (iii) a alta dos preços de petróleo, derivados e demais commodities; e (iv) a deterioração das expectativas de inflação. Por outro lado, a trajetória mais alta para a Selic implícita no Focus e a apreciação cambial contribuíram para atenuar esse aumento. Chama atenção, ainda, a queda da projeção de 3,7% no 4T27 para 3,2% no 1T28 – que ajuda a sustentar a sinalização do Copom de convergência à meta no primeiro trimestre de 2028 (próximo horizonte relevante).
- ▶ A queda expressiva da projeção entre o 4T27 e o 1T28 está apoiada, em boa parte, na revisão do hiato do produto. O BCB elevou o nível corrente do hiato (0,5% no 1T26 e 0,4% no 2T26) – coerente com a aceleração da atividade no 1T26 e com o mercado de trabalho robusto –, mas projeta redução do hiato a valores negativos ao longo dos próximos trimestres, atingindo -0,5% no 4T27, em boa medida em função das condições monetárias restritivas. Como a hipótese de juros neutro foi mantida inalterada (em 5,00%), o fechamento projetado do hiato ao longo do horizonte contribui para puxar a inflação para baixo no fim da janela considerada. Adicionalmente, o cenário incorpora a hipótese de um El Niño forte, cujo impacto sobre a inflação é inicialmente altista, mas passa a ser baixista após três trimestres.
- ▶ Na nossa leitura, o conjunto de informações reforça a mensagem de que o ciclo de calibração está próximo do fim e seguirá dependente de dados, embora as projeções e a descrição do cenário no relatório permitam preservar a flexibilidade sem comprometer a convergência da inflação no novo horizonte relevante.
- ▶ Como de costume, o RPM trouxe estudos relevantes sobre temas conjunturais e estruturais. Entre eles, destacamos dois boxes ligados ao conflito no Oriente Médio: o primeiro consolida as percepções de analistas (QPC) e empresas (Firmus) sobre o choque, mostrando convergência na leitura de impacto predominantemente inflacionário, com efeitos limitados sobre as projeções de atividade (mediana de 1,0 p.p. no IPCA de 2026 e 0,0 p.p. no PIB), enquanto o segundo trata dos impactos iniciais sobre a balança comercial, em linha com a posição superavitária do Brasil em petróleo. O terceiro box analisa como choques adversos podem alterar significativamente as distribuições de risco da inflação e do crescimento, concluindo que tais choques elevam a probabilidade de cenários de inflação mais alta ou de crescimento reduzido. Cabe destacar, ainda, o boxe sobre a revisão da projeção de PIB para 2026, elevada de 1,6% para 2,0%, refletindo principalmente a surpresa positiva no 1T26 e melhores perspectivas para agropecuária e indústria extrativa, em um cenário em que estímulos fiscais e creditícios continuam sustentando a demanda interna.

Projeções do Banco Central

A tabela abaixo mostra as projeções de inflação divulgadas para o cenário de referência:

	Projeções de inflação (IPCA) do Banco Central											
	2026				2027				2028			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
IPCA	4,1	4,8	4,8	5,2	4,6	4,0	4,1	3,7	3,2	3,2	3,1	3,1
Diferença RPM anterior (p.p.)	0,5	1,1	1,0	1,3	1,0	0,6	0,8	0,4	0,0	0,0	0,0	-
Livres	3,7	4,6	4,8	5,3	5,0	4,1	4,0	3,7	3,2	3,1	3,1	3,1
Diferença RPM anterior (p.p.)	0,4	1,3	1,3	1,6	1,5	0,7	0,7	0,4	0,0	0,0	0,0	-
Administrados	5,5	5,3	4,9	4,7	3,7	3,6	4,1	3,9	3,5	3,4	3,4	3,3
Diferença RPM anterior (p.p.)	1,0	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,0	0,9	0,5	0,2	0,2	0,3	-

*Valores hachurados = projeções.

Fonte: Banco Central

Comparadas às estimativas apresentadas no RPM de março, houve alta nas projeções de inflação em todos os trimestres até o fim do horizonte relevante atual (4T2027), com os números estimados para 2028 mantendo-se estáveis e ligeiramente acima da meta de inflação. Para o 4T2028, divulgado pela primeira vez, a projeção ficou em 3,1%, em linha com a do 3T2028.

A elevação em relação ao RPM anterior, de +0,4 p.p. no horizonte relevante atual, reflete: (i) a surpresa altista do IPCA; (ii) a estimativa mais alta para o hiato do produto; (iii) a alta dos preços de petróleo, derivados e demais commodities; e (iv) a deterioração das expectativas de inflação. Por outro lado, a trajetória mais alta para a Selic implícita no Focus e a apreciação cambial contribuíram para atenuar esse aumento.

Com relação à trajetória das projeções, o relatório menciona fatores que levaram à revisão altista, com destaque para a incorporação da formação de um El Niño forte no cenário de referência. O impacto do fenômeno climático sobre a inflação é inicialmente altista, mas passa a ser baixista após três trimestres. Em particular, considerando a projeção de normalização da anomalia climática a partir do início de 2027, o efeito sobre o IPCA acumulado em doze meses no horizonte relevante é descrito como relativamente modesto em comparação ao que se prevê para o final de 2026 e os três primeiros trimestres de 2027. A partir de 2028, a normalização dos preços relativos de alimentos tem contribuição baixista relevante para a inflação acumulada em quatro trimestres.

Houve também revisão significativa do hiato do produto, estimado para o primeiro e segundo trimestres de 2026 em 0,5% e 0,4%, respectivamente. O BC projeta uma redução do hiato a valores negativos ao longo dos próximos trimestres, atingindo -0,5% no quarto trimestre de 2027, em boa medida em função das condições monetárias restritivas. Como a hipótese de juros neutro foi mantida inalterada (em 5,00%), o fechamento projetado do hiato ao longo do horizonte contribui para puxar a inflação para baixo.

Adicionalmente, o relatório esclarece que a trajetória considerada para o preço do petróleo parte de US\$100/barril no segundo trimestre de 2026, recua até US\$85 no primeiro trimestre de 2027 e, em seguida, passa a crescer 2% a.a. A trajetória de preços a partir desse trimestre é cerca de 10% mais alta do que a considerada no RPM anterior. A projeção também incorpora a normalização gradual das margens de refino (crack spreads) dos derivados de petróleo.

Na nossa leitura, o conjunto de informações reforça a mensagem de que o ciclo de calibração está próximo do fim e seguirá dependente de dados, embora as projeções e a descrição do cenário no relatório permitam preservar a flexibilidade sem comprometer a convergência da inflação no novo horizonte relevante.

Em relação às revisões usuais das projeções do Banco Central, a elevação na projeção de crescimento do PIB, de 1,6% para 2,0%, reflete uma melhora nas estimativas para o setor agropecuário, da indústria e dos serviços. A projeção para o agro passou de 1,0% para 1,7%, impulsionada principalmente pela revisão das estimativas do IBGE para a safra agrícola, com aumento nas previsões das safras de soja, milho e café. Na indústria, o crescimento foi revisado de 1,2% para 2,3%, com melhora nas estimativas para a indústria extrativa e construção civil (incorporando um desempenho acima do esperado no 1T26), e transformação (com sinais mais favoráveis no 2T26 e a

implementação de medidas de estímulo, em especial as de crédito relacionadas ao setor automobilístico). Sob a ótica da demanda, houve melhora nas estimativas para a demanda interna, com revisões para cima nas projeções do consumo das famílias, de 1,4% para 2,1%, e da formação bruta de capital fixo (FBCF), de 0,5% para 1,5%, ambas influenciadas por resultados acima do previsto no primeiro trimestre e pelos efeitos esperados de estímulos de natureza fiscal e creditícia. Segundo o texto, em sentido oposto, a expectativa de trajetória mais elevada para as taxas de juros tende a mitigar esse impulso.

Projeções de crescimento do PIB (acumulado no ano)			
	Realizado	Anterior	Atual
	2025	2026	2026
PIB a preços de mercado	2,3%	1,6%	2,0%
Agropecuária	11,7%	1,0%	1,7%
Indústria	1,4%	1,2%	2,3%
Serviços	1,8%	1,7%	1,9%
Consumo das famílias	1,3%	1,4%	2,1%
Consumo do governo	2,1%	2,0%	2,0%
Formação bruta de capital fixo	2,9%	0,5%	1,5%
Exportação	6,2%	2,5%	3,0%
Importação	4,5%	1,0%	2,0%

Fonte: Banco Central.

A projeção de crescimento nominal do crédito no SFN em 2026 foi mantida em 9,0%, com desaceleração pelo segundo ano consecutivo, refletindo redução recente do ritmo de crescimento e consistência com atividade mais moderada e efeitos da política monetária. O crescimento do crédito livre desacelerou, sobretudo para pessoas jurídicas, enquanto o segmento de pessoas físicas mostrou desempenho acima do esperado, sustentado por consignado privado, financiamento de veículos e cartão rotativo. Já o crédito direcionado manteve dinamismo acima do projetado, impulsionado por crédito rural e financiamentos do BNDES, compensando a perda de tração de programas como o PEAC-FGI. As revisões nas projeções indicam também refletem algum impacto de programas recentes que tanto expandem o crédito (Move Brasil, Pronampe) quanto reduzem o estoque de dívida (Desenrola).

Projeções para crescimento do saldo de crédito (var. 12 meses)			
	Realizado	Anterior	Atual
	2025	2026	2026
Total	10,3%	9,0%	9,0%
Livres	8,7%	8,1%	7,8%
PF	13,5%	9,5%	10,0%
PJ	2,3%	6,0%	4,5%
Direcionados	12,6%	10,2%	10,7%
PF	9,6%	9,5%	9,5%
PJ	18,6%	11,5%	13,0%
Total PF	11,7%	9,5%	9,8%
Total PJ	8,2%	8,2%	7,8%

Fonte: Banco Central.

Por fim, a projeção de déficit em transações correntes para 2026 foi revisada para US\$ 56 bilhões (2,1% do PIB, de US\$ 58 bi anteriormente), refletindo melhora em relação ao RPM anterior e ao resultado de 2025, com revisão explicada principalmente pelo aumento do saldo comercial. O superávit comercial foi revisto para cima, impulsionado por elevação de preços internacionais (especialmente do petróleo, soja e carne bovina), com importações também maiores, sobretudo pelo efeito preços de combustíveis.

Projeções de contas externas (US\$ bilhões)			
	Realizado	Anterior	Atual
	2025	2026	2026
Transações correntes	-67	-58	-56
Balança comercial	60	73	78
Exportações	351	374	385
Importações	291	301	307
Serviços	-51	-54	-56
Renda primária	-81	-82	-83
IDP	78	70	75

Fonte: Banco Central.

Resumo dos boxes

Destacamos abaixo os resumos dos boxes apresentados no RPM, com links para os relatórios completos.

Análise de risco de inflação e atividade econômica

Estudo completo [aqui](#).

- O boxe aplica regressões quantílicas para estimar distribuições condicionais de inflação e crescimento, permitindo avaliar assimetrias e distribuição de riscos em torno das trajetórias centrais, em complemento às abordagens tradicionais de projeção macroeconômica.
- Na inflação, a distribuição projetada apresenta assimetria positiva, com mediana próxima às expectativas Focus, mas com probabilidade relevante de ultrapassar o limite superior da meta; choques de demanda e custos ampliam esse risco, deslocando a distribuição para níveis mais elevados e elevando a concentração na cauda superior.
- Na atividade econômica, a abordagem growth-at-risk indica que condições financeiras e estrutura a termo da taxa de juros impactam principalmente os quantis inferiores do crescimento, elevando a probabilidade de cenários de baixo crescimento ou recessão em resposta a choques adversos.
- Os resultados evidenciam que choques macroeconômicos alteram não apenas as trajetórias centrais, mas também a dispersão e a assimetria das distribuições, reforçando a importância de incorporar riscos de cauda na avaliação do balanço macroeconômico e na condução da política monetária.

Impactos iniciais do conflito no Oriente Médio sobre a balança comercial

Estudo completo [aqui](#).

- O choque elevou os preços do petróleo, favorecendo a balança comercial de petróleo e derivados, dado o superávit estrutural do Brasil no segmento; dados iniciais indicam aumento do saldo, embora inferior ao sugerido por exercícios simplificados, devido à maior alta nos preços de importação, especialmente do diesel.
- As exportações para o Oriente Médio representam parcela reduzida do total (4,6% em 2025), limitando o impacto agregado; ainda assim, a região é relevante para produtos específicos, como carne de aves, milho e açúcar, e já se observa queda recente dos embarques em meio a disrupções logísticas.
- A dependência brasileira de fertilizantes importados, com participação relevante do Oriente Médio em nitrogenados, expõe o setor agropecuário ao choque de preços, que se elevaram de forma expressiva e podem atenuar o ganho comercial no curto prazo.
- O momento do choque reduz efeitos imediatos sobre a produção agrícola de 2026, mas a concentração das importações de fertilizantes no segundo semestre sugere riscos potenciais para a safra de 2027, tornando o balanço de impactos dependente da duração e intensidade do conflito.

Impactos do conflito no Oriente Médio nas sondagens do Banco Central

Estudo completo [aqui](#).

- O boxe consolida as percepções de analistas de mercado e de empresas sobre os impactos do conflito no Oriente Médio no Brasil, a partir do Questionário Pré-Copom (QPC) e da Pesquisa Firmus, com foco nos canais de transmissão do choque sobre inflação, atividade, setor externo e quadro fiscal.
- No QPC, predomina o diagnóstico de impacto inflacionário relevante, com mediana de 1,0 p.p. para o IPCA de 2026 (boa parte já incorporada às projeções) e surpresas inflacionárias de curto prazo inclusive em itens não diretamente afetados pelo choque — com destaque para alimentação no domicílio. Os efeitos sobre a atividade foram percebidos como pequenos no agregado (mediana de 0,0 p.p. para o PIB de 2026), mas com elevada dispersão entre respostas; já para o setor externo e o fiscal, as estimativas indicaram efeito positivo, de US\$10 bilhões na balança comercial e R\$20 bilhões no resultado primário de 2026. Na Firmus, cerca de 80% das empresas reportaram aumento de custos com derivados de petróleo, logística ou deslocamentos, com repasse apenas parcial aos preços (43%) e compressão das margens esperadas para os próximos doze meses.
- Em síntese, as sondagens convergem na leitura de que o conflito foi percebido predominantemente como choque inflacionário no Brasil, com impacto limitado sobre as projeções de atividade — padrão que, no QPC, destoa do esperado em um choque de oferta clássico, enquanto, na Firmus, a leitura no nível das empresas mostrou-se mais aderente a esse tipo de choque. Cabe ressaltar que os dados foram coletados antes da assinatura, em 17 de junho de 2026, do memorando de entendimento para cessar os conflitos armados no Oriente Médio.

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itaubba-pt/analises-economicas>



Acesse nossos conteúdos
no seu celular

Informações Relevantes

1. Este relatório foi desenvolvido e publicado pelo Departamento de Pesquisa Macroeconômica do Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este relatório não é um produto do Departamento de Análise de Ações do Itaú Unibanco ou da Itaú Corretora de Valores S.A. e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º da Instrução CVM n.º 20, de 2021.
2. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. As informações contidas neste relatório foram consideradas razoáveis na data em que o relatório foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Entretanto, o Itaú Unibanco não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. O Itaú Unibanco não possui qualquer obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e informar o respectivo leitor.
3. As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.
4. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito do Itaú Unibanco. Informações adicionais sobre os instrumentos financeiros discutidos neste relatório encontram-se disponíveis mediante solicitação. O Itaú Unibanco e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza e tampouco se responsabilizará por quaisquer decisões, de investimento ou e outra, que forem tomadas com base nos dados aqui divulgados.
5. Este relatório pode conter partes geradas com o apoio de ferramentas de inteligência artificial. Todo o conteúdo foi revisado e validado pelos autores com o objetivo de assegurar a precisão e a integridade das informações aqui apresentadas.

Observação Adicional: Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer cliente em particular. Os clientes precisam obter aconselhamento financeiro, legal, contábil, econômico, de crédito e de mercado individualmente, com base em seus objetivos e características pessoais antes de tomar qualquer decisão fundamentada na informação aqui contida. Ao acessar este material, você declara e confirma que compreende os riscos relativos aos mercados abordados neste relatório e às leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação somente para seu uso exclusivo.

SAC Itaú: Consultas, sugestões, reclamações, críticas, elogios e denúncias, fale com o SAC Itaú: 0800 728 0728. Ou entre em contato através do nosso portal <https://www.itaú.com.br/atendimento-itaú/para-voce/>. Caso não fique satisfeito com a solução apresentada, de posse do protocolo, contate a Ouvidoria Corporativa Itaú: 0800 570 0011 (em dias úteis das 9h às 18h) ou Caixa Postal 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos os dias, 24h, 0800 722 1722.