

Relatório de Política Monetária: projeções sugerem cautela à frente

- ▶ O Relatório de Política Monetária (RPM) de março mostrou projeção de inflação em 3,3% no 4T27, que será o horizonte relevante na próxima decisão de política monetária, em abril. Isso marca estabilidade com relação à projeção vista na reunião da semana passada (quando o horizonte relevante ainda era o 3T27), que embasou a decisão por um corte inicial de 25 pontos-base na taxa Selic.
- ▶ Tal projeção foi obtida mesmo com a incorporação de preços de petróleo seguindo a curva futura de mercado até o fim desse ano (hipótese mais benigna que não tinha ficado tão explícita nos documentos pós-Copom). Adicionalmente, notamos que o BCB chega a essa estimativa com projeções que nos parecem subestimar as próximas leituras para a inflação de curto prazo. Vale destacar, também, a projeção de inflação para o horizonte mais longo apresentado (3T28), denotando que a autoridade monetária não enxerga convergência plena para a meta de inflação quando toma como hipótese a trajetória de juros reportada na pesquisa Focus.
- ▶ Na nossa leitura, esse conjunto de informações (ainda passível de mudanças em função do contexto geopolítico) reduz o espaço para uma aceleração do ritmo de afrouxamento monetário na reunião de abril.
- ▶ Como de costume, o RPM trouxe estudos interessantes sobre alguns temas importantes. Entre eles, destacamos as estimativas de repasse cambial para o IPCA, resposta das concessões bancárias à Selic e estudo sobre balanço de pagamentos. O primeiro mostra que, como esperado, o repasse cambial é mais elevado para bens industriais e alimentação no domicílio, enquanto para serviços é próximo de zero. O estudo de balanço de pagamentos explica a tendência recente de aumento do déficit em conta corrente como resultado de fatores de caráter estrutural (despesas com serviços digitais), conjuntural (taxa de câmbio e renda das famílias afetando viagens) e regulatório (incentivos fiscais ao aluguel de equipamentos na indústria de petróleo). Por fim, o BC identifica uma relação causal negativa entre a Selic e as concessões de crédito livre de longo prazo, compatível com o canal usualmente esperado de transmissão de política monetária.

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	
IPCA	3,6	3,7	3,8	3,9	3,6	3,4	3,3	3,3	3,2	3,2	3,1	
Diferença RPM anterior (p.p.)	0,0	0,1	0,2	0,4	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	-	
Livres	3,3	3,3	3,5	3,7	3,5	3,4	3,3	3,3	3,2	3,1	3,1	
Diferença RPM anterior (p.p.)	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	-	
Administrados	4,5	4,9	4,9	4,3	3,8	3,6	3,2	3,4	3,3	3,2	3,1	
Diferença RPM anterior (p.p.)	0,4	0,8	1,2	1,1	0,7	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	-	

*Valores hachurados = projeções.

Fonte: Banco Central

Comparadas às estimativas apresentadas no relatório de dezembro, houve alta nas projeções de inflação em todos os trimestres, até o fim do horizonte de projeções, com os números estimados para a primeira metade de 2028 se afastando da meta de 3% e a projeção para o 3T2028 (exibida pela primeira vez) se situando ligeiramente acima do objetivo da autoridade monetária.

O relatório menciona fatores que levaram a revisão altista das projeções, com destaque natural para a elevação dos preços de petróleo no mercado internacional. O documento também menciona revisão na hipótese do hiato do produto (mais detalhes a seguir), enquanto coloca a apreciação do real ante os níveis vistos em dezembro, e a queda marginal das expectativas de inflação como fatores baixistas para as mudanças de projeções.

A estimativa de crescimento do PIB para 2026 foi mantida em 1,6%, mesmo valor divulgado no Relatório anterior, preservando a expectativa de expansão moderada ao longo do ano. Ao nosso ver, o conjunto de informações reforça a leitura de que o cenário permanece condicionado por uma política monetária em campo restritivo, em um contexto de baixa ociosidade dos fatores de produção e maior incerteza no ambiente externo.

A manutenção da projeção de crescimento anual do PIB em 1,6% decorre do resultado do quarto trimestre de 2025 próximo ao esperado e da preservação da perspectiva de expansão trimestral moderada ao longo de 2026, em um cenário condicionado, entre outros fatores, pela política monetária restritiva, pelo baixo nível de ociosidade e pela ausência do impulso agropecuário observado em 2025. O Relatório também segue incorporando estimativas dos efeitos de medidas recentes com potencial de sustentar a demanda doméstica, como o aumento real do salário-mínimo e a isenção ou o desconto no IRPF para as faixas iniciais de renda. Em termos de composição, sob a ótica da oferta, houve revisão para cima da agropecuária (de 0,5% para 1,0%) e em serviços (de 1,6% para 1,7%), enquanto a indústria foi revisada para baixo (de 1,9% para 1,2%), refletindo desempenho no quarto trimestre aquém do antecipado em segmentos como transformação e construção. Pela demanda, as projeções para consumo das famílias e FBCF foram revistas para 1,4% (de 1,5%) e 0,5% (de 1,0%), ao passo que o consumo do governo passou para 2,0% (de 1,5%); no setor externo, a projeção de exportações foi elevada para 2,5% (de 2,0%) e a de importações foi mantida em 1,0%. O Relatório destaca, ainda, que o conflito recente no Oriente Médio eleva o grau de incerteza em torno das previsões e, se prolongado, tende a se assemelhar a um choque negativo de oferta, aumentando a inflação e reduzindo o crescimento, ainda que alguns setores possam se beneficiar.

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

Fonte: Banco Central.

As projeções de crescimento nominal do saldo do crédito foram revisadas para cima para 2026. A projeção para 2026 passou de 8,6% para 9,0%, refletindo principalmente a evolução recente acima do antecipado. O Relatório aponta que o saldo do crédito no SFN cresceu 10,3% em 2025, acima da projeção publicada no RPM anterior (9,4%), com resultados superando o esperado principalmente nos segmentos de crédito livre a pessoas físicas e direcionado a pessoas jurídicas. Para 2026, a revisão incorpora, em particular, projeções maiores para crédito livre a pessoas físicas (9,5%) e direcionado a pessoas jurídicas (11,5%), além de uma alta no direcionado a pessoas físicas (9,5%), mantendo a leitura de desaceleração do crédito pelo segundo ano consecutivo.

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

Fonte: Banco Central.

Por fim, nas contas externas, espera-se que 2026 apresente déficit em transações correntes menor do que o projetado anteriormente, estimado em US\$58 bilhões (2,2% do PIB), em razão da melhora na projeção do saldo comercial. O Relatório registra que o déficit em transações correntes de 2025 foi de US\$69 bilhões, abaixo do esperado no último Relatório (US\$76 bilhões), com surpresa concentrada nas exportações no final do ano. Para 2026, projeta-se aumento do saldo comercial, apoiado em crescimento das exportações superior ao das importações, e a projeção do fluxo líquido de entrada de investimento direto no país (IDP) foi mantida em US\$70 bilhões (2,7% do PIB). Nesta seção, o Relatório também ressalta que os riscos e a incerteza em torno da projeção estão mais elevados do que o usual, devido ao conflito no Oriente Médio e seus potenciais efeitos sobre comércio internacional, cadeias de produção, logística e condições financeiras globais.

Projeções de contas externas (US\$ bilhões)		
	Atual	Anterior
	2026	2026
Transações correntes	-58	-60
Balança comercial	73	64
Exportações	374	355
Importações	301	291
Serviços	-54	-51
Renda primária	-82	-78
IDP	70	70

Fonte: Banco Central.

Resumo dos boxes

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

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

Estudo completo [aqui](#).

- O box mostra que a leitura da desaceleração do PIB em 2025 depende fortemente do método de ajuste sazonal: enquanto o ajuste direto indica perda de dinamismo ao longo do ano, o ajuste indireto sugere estabilidade no PIB ex-agropecuária, ao redor de 0,4% por trimestre.

- As projeções do questionário pré-Copom (QPC) para 2026T1 apontam aceleração do crescimento na margem, mas parte desse movimento é explicada pelo método de dessazonalização. Simulações indicam que o ajuste direto tende a gerar taxas mais altas que o ajuste indireto, tanto para o PIB total quanto para o PIB ex-agropecuária.
- Para variações interanuais próximas às medianas do QPC, o ajuste direto sugere crescimento na margem de cerca de 1,0% para o PIB e 0,8% para o PIB ex-agropecuária, enquanto o indireto indica 0,7% e 0,5%, respectivamente. A discrepância é concentrada no primeiro trimestre e diminui ao longo do ano.
- O boxe conclui que a avaliação do ritmo de atividade no início de 2026 requer cautela, dada a sensibilidade ao método de ajuste sazonal. Assim, o acompanhamento de um conjunto amplo de indicadores é essencial para mensurar o impulso da economia.

Evolução recente da produtividade do trabalho

Estudo completo [aqui](#).

- Este boxe analisa o crescimento da produtividade do trabalho desde 2019 e mostra que sua elevação foi modesta, sustentada sobretudo por efeitos de composição decorrentes da realocação do emprego para setores mais produtivos, enquanto os ganhos intrasetoriais permaneceram praticamente nulos.
- A agropecuária se destacou como principal fonte de aumento da produtividade no período, impulsionada pela combinação entre expansão da produção e redução da população ocupada; ao excluir esse setor, observa-se crescimento limitado e efeito direto negativo.
- Alguns segmentos de serviços exibiram contribuição positiva, possivelmente associada à maior incorporação tecnológica, ao passo que a maioria dos demais setores registrou desempenho moderado ou adverso.
- Por fim, conclui-se que a persistência de ganhos modestos de produtividade, em conjunto com restrições ao crescimento da força de trabalho, pode limitar o potencial de expansão da economia e aumentar a suscetibilidade a pressões inflacionárias em cenários de aceleração da demanda.

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

Estudo completo [aqui](#).

- Este boxe investiga a relação causal entre a taxa Selic e as concessões de crédito bancário em diferentes modalidades.
- O estudo identifica uma relação causal negativa entre a Selic e as concessões de crédito livre de longo prazo, tanto para pessoas físicas quanto jurídicas, com quedas estatisticamente significativas nos horizontes analisados.
- Em contraste, modalidades emergenciais e de curto prazo não apresentam respostas significativas aos choques de juros, refletindo seu caráter de alívio de restrição de liquidez e a heterogeneidade entre tipos de crédito.
- Em síntese, a sensibilidade das concessões à taxa básica de juros é mais pronunciada nas linhas de longo prazo (compatível com o canal usualmente esperado de transmissão de política monetária), e análises baseadas em séries muito agregadas podem obscurecer essas diferenças ao combinar modalidades de naturezas distintas.

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

Estudo completo [aqui](#).

- Os déficits das contas de serviços e de renda primária do balanço de pagamentos têm registrado níveis recordes nos últimos anos. Somados, corresponderam a 4,4% do PIB na média do período de 2010 a 2017. Essa média subiu para 5,3% do PIB no período de 2018 a 2025.

- Em relação à conta de serviços, parte do comportamento do déficit ao longo do tempo reflete uma combinação entre questões conjunturais (taxa de câmbio e renda das famílias afetando viagens), mudança regulatória (incentivos fiscais ao aluguel de equipamentos na indústria de petróleo), volatilidade no comércio internacional e demanda interna por importados (transportes, via fretes). Por sua vez, o recente aumento das despesas com serviços digitais parece ter caráter mais estrutural, uma vez que está associado a mudanças de comportamento das famílias e empresas em um contexto de novas dinâmicas tecnológicas de comunicação e informação.
- Quanto à conta de renda primária do balanço de pagamentos, a despesa líquida com juros ficou relativamente estável, mas as despesas líquidas com lucros e dividendos aumentaram a partir de 2021 e desde então se situaram num patamar médio de 2,2% do PIB, maior do que o observado nos cinco anos anteriores (1,3% do PIB). Tal aumento reflete, principalmente, um maior volume de investimentos estrangeiros, em particular investimento direto com participação no capital, cujo estoque cresceu de 27% do PIB em 2010 para 47% do PIB em 2025.

Repasses cambiais: estimativas por projeções locais

Estudo completo [aqui](#).

- O box estima o repasse cambial para o IPCA e seus principais componentes utilizando modelos de projeções locais, ressaltando que os efeitos são heterogêneos entre categorias de preços e que as estimativas apresentam elevada incerteza.
- Os coeficientes estimados para o índice cheio situam-se em 0,10 e 0,16 nos horizontes de 12 e 24 meses, respectivamente, o que implica que uma desvalorização de 10% do câmbio tende a elevar a inflação acumulada em cerca de 1 p.p. e 1,6 p.p. nesses prazos.
- O repasse apresenta forte heterogeneidade: é próximo de zero em serviços, enquanto bens industriais e, sobretudo, alimentação no domicílio exibem repasses mais elevados, sendo este último também relativamente mais rápido.
- A média dos núcleos registra repasses mais moderados que o IPCA cheio, compatíveis com menor sensibilidade a itens voláteis, mas todos os resultados exigem cautela devido aos intervalos de confiança amplos.

Metodologia consolidada das séries analíticas derivadas do IPCA

Estudo completo [aqui](#).

- O box destaca a [nota técnica publicada em dezembro de 2025](#), que consolidou em um único documento a metodologia das séries analíticas derivadas do IPCA, atualizando critérios de cálculo e incorporando ajustes pontuais sem alterar de forma relevante as mensagens econômicas das séries.
- A nota técnica também permitiu a disponibilização de séries históricas substancialmente mais longas, ampliando a abrangência temporal das medidas analíticas de inflação e aprimorando sua utilidade para o monitoramento do processo inflacionário.

Decomposição da inflação de 2025

Estudo completo [aqui](#).

- Este estudo anual tem como objetivo medir a contribuição dos principais fatores para o desvio da taxa de inflação em relação à meta em 2025, a partir de modelos semiestruturais do BC. Para tanto, decompõe-se o desvio em cinco componentes: i) inércia do ano anterior; ii) expectativas; iii) inflação importada; iv) hiato do produto; e v) demais fatores.
- A inflação medida pelo IPCA encerrou 2025 em 4,26%, 1,26 p.p. acima da meta de 3,0%. O modelo mostrou que i) a inércia advinda do ano anterior apresentou contribuição de 1,13 p.p.; ii) as expectativas de inflação, após atingirem 5,9% em fevereiro, seguiram trajetória descendente, mas ainda assim contribuíram com 0,69

p.p.; iii) a inflação importada apresentou contribuição negativa de $-0,47$ p.p., com petróleo em queda e apreciação cambial, enquanto as commodities medidas pelo IC-Br tiveram efeito neutro; iv) o hiato do produto contribuiu com $0,48$ p.p., refletindo atividade ainda aquecida; e v) os demais fatores retiraram $-0,57$ p.p., com destaque para choques negativos de alimentação no domicílio ($-0,66$ p.p.) e bens industriais ($-0,25$ p.p.).

- Em conclusão, a decomposição apresentada no box mostra que os principais fatores que levaram a inflação em 2025 a ficar acima da meta foram a inércia inflacionária, as expectativas e o hiato do produto, enquanto a inflação importada e os choques de alimentação no domicílio e bens industriais atuaram no sentido contrário.

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.itaubba-pt/atendimento-itaubba-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.