



CARTA DE CONJUNTURA

20
26



Primeiro
Quadrimestre

Divisão de Estudos Econômicos e Fiscais
e Qualidade do Gasto Seção de Estudos
Econômicos e Fiscais



su má rio

Introdução	04
1 Atividade econômica	05
2 Inflação, câmbio e política monetária	08
3 Considerações finais	16
4 Referências	18

Introdução

Nas Cartas de Conjuntura produzidas ao longo de 2025, vinham sendo destacados o processo de desaceleração do crescimento econômico e o cenário benigno da inflação conduzindo a uma lenta convergência para o limite superior da tolerância da meta de inflação. O primeiro ponto foi mais bem explorado, e, dessa forma, a sua realização será tratada de forma muito resumida neste documento, na primeira seção. A segunda seção faz uma avaliação preliminar de uma alteração importante do cenário para a inflação: **o aumento do preço e da expectativa para o preço do petróleo em dólares, nos mercados internacionais.**

1 Atividade econômica

Observando os dados disponíveis, percebe-se que, de fato, tanto o Brasil como o Rio Grande do Sul desaceleraram o crescimento da sua atividade econômica no ano de 2025, com mais intensidade no caso do Rio Grande do Sul.

Tabela 1

Taxas de crescimento, em pontos percentuais, em quatro trimestres no Brasil e Rio Grande do Sul — 2024-2025

Agregados	Rio Grande do Sul		Brasil	
	2024	2025	2024	2025
Agropecuária	31,2	-6,8	-3,7	11,7
Industria	0,5	1,7	3,1	1,4
Serviços	3,4	1,7	3,8	1,8
VAB Total	5,1	0,8	3,1	2,4
Impostos	3,1	1,7	5,7	1,7
PIB	4,8	0,9	3,4	2,3

Fonte: IBGE e DEE-SPGC/RS.

De um crescimento de 4,8% registrado em 2024, o Estado do RS cresceu apenas 0,9% em 2025. No caso do Brasil, o crescimento de 3,4% de 2024 foi seguido de uma taxa de 2,3% em 2025.

A configuração setorial foi bastante distinta. No Rio Grande do Sul, a narrativa sobre a atividade econômica passa, como é usual, pela agropecuária, e o marcado contraste entre seu desempenho nos dois anos que constam da Tabela I. Mas note-se que a taxa de crescimento das atividades estaduais de serviços também caiu pela metade. Já a indústria no RS contrasta com as outras duas grandes atividades, pois teve um melhor desempenho em 2025 comparado a 2024.

No caso do Brasil, a desaceleração ocorreu apesar de um desempenho muito bom da agropecuária, com sinais similares de desaceleração tanto dos serviços quanto da indústria.

Tabela 2

Taxas de crescimento, em pontos percentuais, dos componentes da demanda, das importações e do PIB no Brasil — 2024-2025

Componentes	Taxas de crescimento		Contribuições ao crescimento	
	2024	2025	2024	2025
Consumo das famílias	5,10	1,31	2,77	0,71
Consumo do Governo	2,00	2,10	0,33	0,34
Formação Bruta de Capital Fixo	6,86	2,93	0,97	0,42
Variação de estoques			0,56	0,20
Exportação	2,76	6,16	0,43	0,94
Importação	15,57	4,47	-1,65	-0,33
PIB	3,42	2,29	3,42	2,29

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do IBGE.

Do ponto de vista dos agregados da demanda, não temos estatísticas estaduais comparáveis com as do agregado brasileiro. Sabemos, entretanto, que a indústria e os serviços, a nível estadual, costumam acompanhar muito de perto, ainda que de forma particular em cada caso, os acontecimentos da esfera nacional. Dessa forma, é fundamental analisar as estatísticas brasileiras a este respeito também porque a forma como se deu a desaceleração do crescimento brasileiro é sempre ponto de partida para a interpretação sobre o desempenho do conjunto das atividades do Rio Grande do Sul.

A desaceleração do consumo das famílias foi o fator mais importante, tanto pela redução expressiva da taxa quanto pelo fato de que este é o componente com maior participação, e que, portanto, contabilmente, faz mais efeito sobre o conjunto da demanda. Na Tabela 2, podemos perceber a forte redução da contribuição deste componente, de quase 2 p.p. A Formação Bruta de Capital Fixo também reduziu de forma contundente a contribuição ao crescimento, em 0,5 p.p.

Dada toda a discussão que houve, inclusive nas edições desta Carta de Conjuntura, sobre potenciais impactos negativos da imposição de tarifas pelos Estados Unidos, é notável que as exportações totais tenham crescido muito bem em 2025. O agregado mais do que dobrou sua contribuição ao crescimento do PIB entre 2024 e 2025. As exportações para os Estados Unidos acabaram caindo quase 4% em volume, mas foram mais do que

compensadas pelo movimento de elevação das exportações para outros destinos, principalmente Argentina e China (COMSEFAZ/CICEF, 2026). Apesar de haver muito provavelmente algum estímulo ao consumo em 2026 decorrente das alterações no Imposto de Renda para Pessoa Física, a tendência mais provável para a taxa de crescimento da economia é que siga desacelerando, na ausência de outros fatos novos que alterem essa trajetória. Nos primeiros indicadores mensais relativos ao comércio varejista do ano de 2026 não se percebe qualquer mudança que aponte para outra tendência.

Um comportamento característico de ciclo político, com uma política fiscal mais expansiva ao longo do ano poderia acelerar as despesas em ano eleitoral e ser um componente positivo a intensificar o crescimento. Por outro lado, ajustes fiscais eventualmente pesados no início de 2027, quando iniciará o novo mandato presidencial, também poderão causar desaceleração mais rápida e até uma nova recessão.



O mercado de trabalho segue aquecido e tem crescido o apelo para incorporação de benefícios aos trabalhadores para além dos ganhos salariais reais registrados, como é o caso da redução de jornada de trabalho. Os altos níveis de endividamento e comprometimento da renda das famílias seguem sendo elementos estruturais que travam um aquecimento mais forte do consumo das famílias. Nos dias que antecederam a finalização desta Carta, havia sido divulgado um novo programa buscando alívio das condições financeiras das famílias.

Conforme se discutirá na próxima seção, iniciou-se recentemente um ciclo de redução da taxa básica de juros, mas o movimento de redução das taxas reais de juros que impactam no tomador de crédito deve se processar de forma muito lenta e desigual, levando, dessa forma, um tempo considerável para alterar essa condição do endividamento e fortalecer o crescimento da demanda agregada via expansão do crédito. Nas próximas edições será possível avaliar se as novas medidas visando combater esses problemas tiveram mais sucesso do que as anteriores.

2 Inflação, câmbio e política monetária

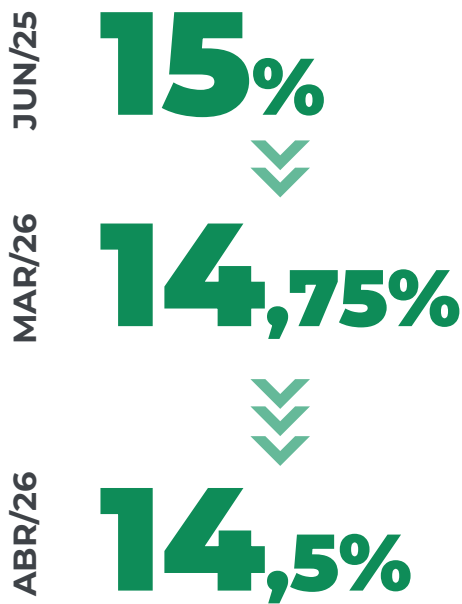
Com respeito ao problema da inflação, houve, a partir do mês de abril de 2025, uma lenta convergência da taxa acumulada em 12 meses em direção à meta de 3%. A rigor, a inflação permaneceu acima do teto da tolerância (4,5%) ao longo de praticamente todo o ano. Foi apenas no mês de novembro que o indicador ingressou dentro do intervalo de tolerância (4,46%), fechando o ano em 4,26%, conforme consta da Tabela 3.

Tabela 3

Taxa de Câmbio, taxa Selic e inflação (IPCA) no Brasil — 2024-2026

Data	Câmbio (R\$/US\$)	Taxa Selic (p.p. a.a.)	Inflação IPCA (acumulado 12m)
31/12/2024	6,19	12,25	4,83%
31/12/2025	5,50	15,00	4,26%
31/03/2026	5,22	14,75	4,14%

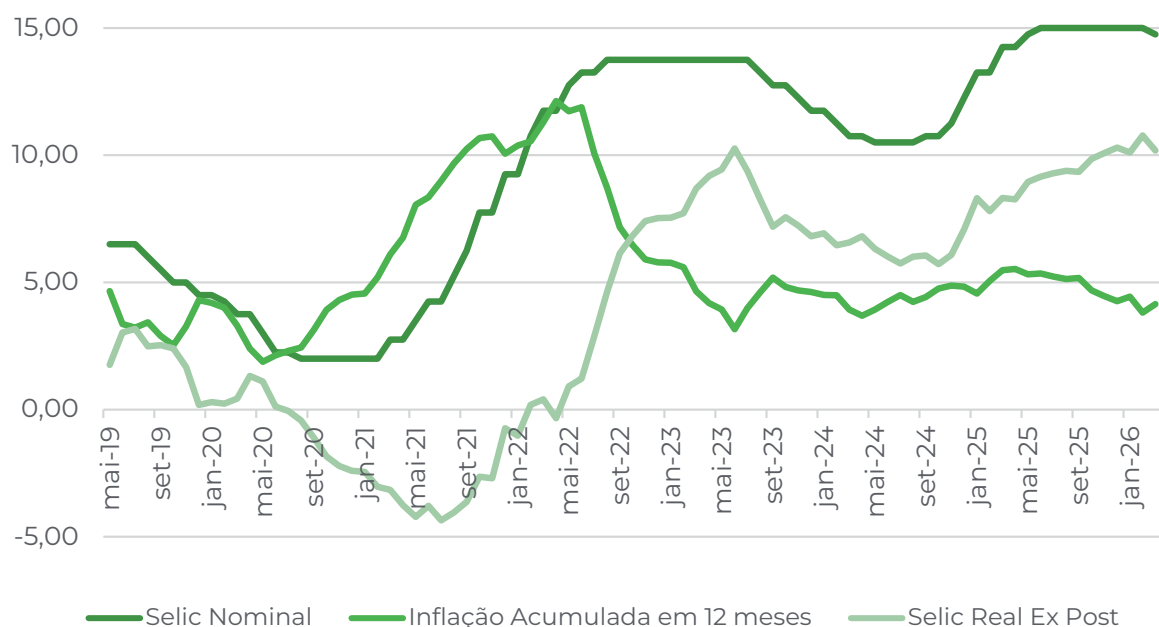
Fonte: BCB.



Como se processou, em linhas gerais, a gestão da política monetária? Ao longo de todo o primeiro semestre de 2025, o Banco Central subiu a taxa básica de juros, chegando até o patamar de 15% em junho. A taxa permaneceu nesse patamar até muito recentemente, em março de 2026. Nessa oportunidade, houve uma pequena redução para 14,75%. Em abril, mais uma redução, para 14,5%.

Gráfico 1

Meta Selic nominal, inflação acumulada em 12 meses e taxa de juros real ex post — maio/2019 a fev./2026



Fonte: BCB.

O Gráfico 1 mostra como a combinação entre este patamar de taxa nominal de juros combinado com o patamar da inflação implica em uma taxa básica real de juros acima de 10% ao final do ano de 2025. Ainda que isso precise ser analisado em conjunto com outras questões associadas, como os spreads bancários e a rentabilidade do setor bancário no Brasil, tal nível de taxa real básica de juros certamente está entre os elementos a determinar os problemas relativos ao endividamento das famílias, citado na seção anterior. Entretanto, quando se pretende entender os mecanismos de contenção da inflação brasileira, os efeitos mais importantes da alta taxa real de juros não são aqueles que afetam a demanda efetiva. Podemos constatar isso a partir de uma leitura da documentação produzida pelo próprio Banco Central do Brasil.

Na “Nota sobre o descumprimento da meta de inflação” (BCB, 2025), o Banco Central do Brasil analisa os resultados da aplicação de uma metodologia de decomposição das causas para a inflação ter estado acima da meta ao longo do ano. Chama a atenção que, pelos resultados do Banco Central, a redução do desvio da inflação à meta entre junho de 2025 e dezembro de 2025 (de exatamente 1 ponto percentual) deve-se quase que exclusivamente ao comportamento do componente “inflação importada”.

Tabela 4

**Decomposição do desvio do IPCA em relação à meta (p.p.) —
jun./2025-dez./2025**

COMPONENTE	JUN./25	SET./25	DEZ./25	Δ JUN.-DEZ.
Inércia em 12 meses	0,69	0,69	1,13	0,44
Expectativas (desvio meta)	0,58	0,68	0,7	0,12
Hiato	0,47	0,47	0,4	-0,07
Inflação importada	0,46	0,02	-0,66	-1,12
Bandeira tarifária – energia	0,27	0,13	0,18	-0,09
Demais fatores	-0,12	0,32	-0,39	-0,27
Total (desvio meta)	2,35	2,32	1,35	-1,00

Fonte: BCB, 2025.

Os componentes da inércia inflacionária e das expectativas aumentaram sua contribuição, ou seja, contribuíram para o afastamento da inflação à meta ao longo do segundo semestre de 2025. O componente do hiato do produto, que, em princípio, é o que revela a transmissão da política monetária para a inflação via demanda agregada, reduziu-se em 0,07 p.p. Algo muito semelhante ocorre com o indicador da bandeira tarifária de energia elétrica, reduzido em apenas 0,09 p.p. Isentando-se o componente “demais fatores” — que corresponde a um resíduo do modelo para as variáveis analisadas — fica evidente que somente o componente “inflação importada” de fato teve sua contribuição alterada significativamente para menor (variação -1,12 p.p.) ao longo do segundo semestre do ano, constituindo-se como o principal fator de convergência da inflação em direção à meta no período.

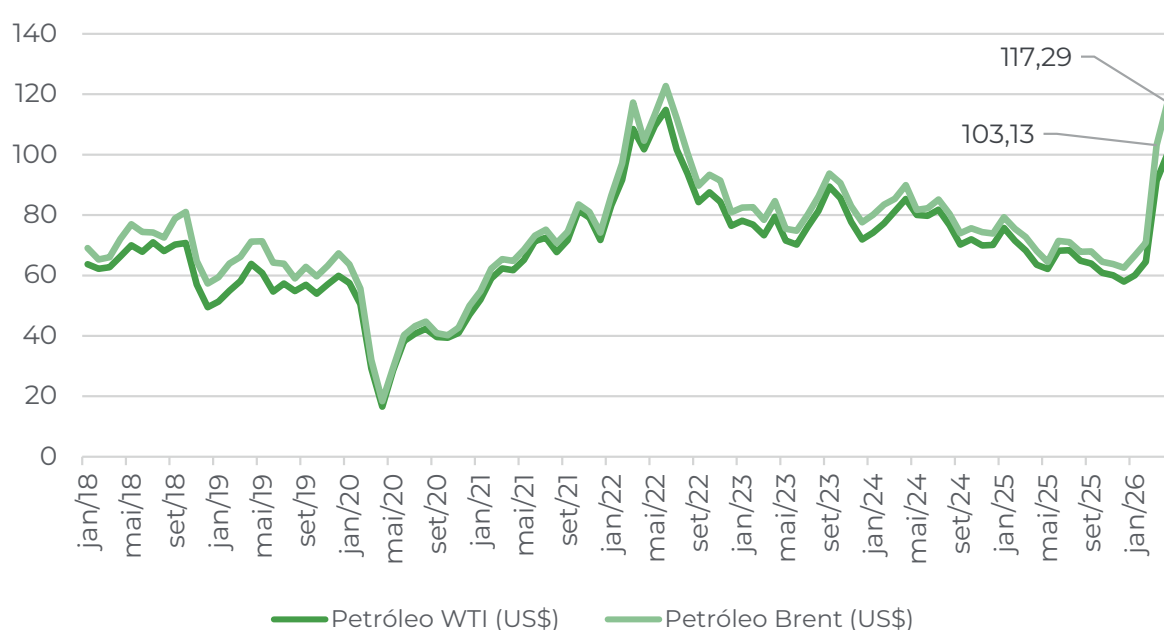
Em síntese, o principal mecanismo pelo qual a política monetária logrou fazer convergir a taxa de inflação à meta foi a inflação importada. Fosse por este componente isoladamente, ela teria chegado um pouco mais próximo da meta do que efetivamente ocorreu. Os outros componentes contribuíram em conjunto para um leve afastamento em relação à meta, resultando na redução de um ponto percentual.

Em que consiste a “inflação importada”? Basicamente, considera-se como o índice de preço relevante para este problema o resultado do produto entre a taxa de câmbio nominal R\$/US\$ e um índice que expresse o nível dos preços relevantes, em dólares. Nestes termos, podemos considerar como um indicador de inflação importada a taxa de variação do preço internacional do petróleo convertido para reais. Entre o último dia de 2024 e o último dia de 2025, a taxa de câmbio caiu de 6,19 para 5,50 (ver Tabela 3). No mesmo período, o preço do petróleo tipo Brent reduziu-se de 73,86 dólares para 62,54 dólares. Esses dois efeitos combinados implicaram em uma queda do preço internacional do produto, em reais, de 24,76%. Este movimento é ilustrativo sobre como o componente da inflação importada pode contribuir para a convergência da inflação à meta.

Recuperemos, portanto, o que já foi constatado até este ponto. No ano de 2025 o Banco Central praticou elevadas taxas nominais e reais de juros. A inflação convergiu lentamente para a meta e o principal motivo não foi a contenção da demanda, mas sim uma tendência de redução tanto dos preços internacionais relevantes quanto da taxa de câmbio. Neste ponto é que reside a alteração sobre a qual passa a se ocupar a análise do cenário de 2026. Ao contrário do que ocorreu em 2025, em que os preços de petróleo e commodities encontravam-se declinantes no mercado internacional, no primeiro quadrimestre de 2026 ocorreu uma forte alta do preço do petróleo.

Gráfico 2

Preços do petróleo WTI e Brent em dólares — jan./2018-abr./2026



Fonte: EIA. Disponível em: <https://www.eia.gov/>. Acesso em: 8 de maio de 2026.



Também a expectativa para o preço de petróleo nos próximos anos alterou-se de forma bastante marcada, nestes primeiros meses do ano. De acordo com expectativas divulgadas pelo último Relatório de Política Monetária do Banco Central, espera-se para os anos de 2026 a 2028 um patamar próximo aos 80 dólares. No Relatório de Política Monetária imediatamente anterior (dezembro de 2025), este nível encontrava-se próximo de 65 dólares, configurando-se em uma alta de cerca de 23% na expectativa para esse preço (BCB, 2026).

Evidentemente que o fenômeno está relacionado à intensificação dos conflitos geopolíticos no primeiro trimestre de 2026, com o início do conflito dos Estados Unidos com o Irã e todas as dificuldades relativas ao Estreito de Ormuz e ao mercado global de petróleo.

Note-se que, apesar disso, o BCB não parece ter alterado significativamente sua conduta com respeito à gestão da política monetária. Manteve o plano que vinha sendo amadurecido, qual seja o de iniciar um ciclo de redução da taxa básica de juros. Ao longo do mês de março, a autoridade monetária já havia começado a reduzir a taxa Selic de 15% para 14,75% em 18 de março de 2026. Na terceira reunião do ano, em 29 de abril de 2026, o Comitê de Política Monetária promoveu nova redução, para 14,5%.

Diante do fato de o contexto internacional não ter alterado tão significativamente a inflação projetada pelo Banco Central do Brasil, nem ter aparentemente alterado seu plano de reduzir a taxa básica de juros, em conjunto com a relevância atribuída ao componente da inflação importada na trajetória da inflação recente, a consistência exige projetar um cenário de continuidade da tendência de valorização do câmbio nominal, neutralizando em boa parte o efeito esperado do choque de preços internacionais.

De fato, na mesma ilustração em que o BCB mostra que a expectativa do preço do petróleo em dólares subiu, apresenta também um gráfico com a trajetória projetada do câmbio em níveis mais valorizados comparativamente aos que eram esperados antes do início dos conflitos (BCB, 2026).

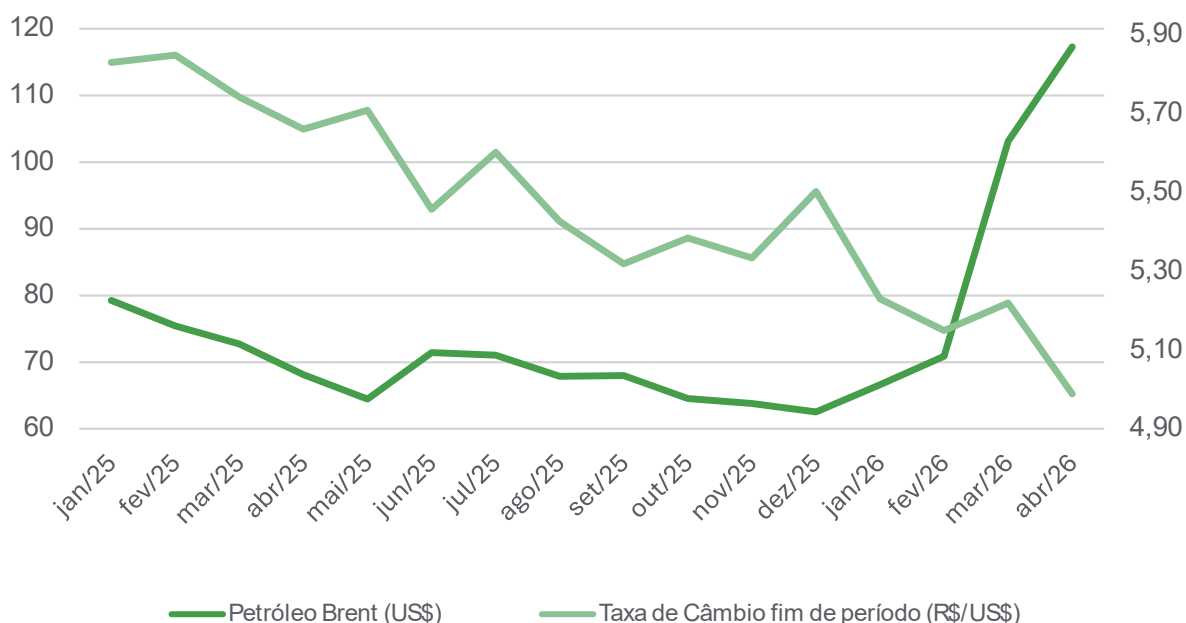
Esta hipótese permite projetar — como cenário especulativo — qual a taxa de câmbio nominal necessária para neutralizar completamente aquela variação positiva de 23% esperada para o preço do petróleo em dólares. Tomando como referência uma taxa de câmbio inicial de R\$ 5,50 (posição de 31 de dezembro de 2025, conforme a Tabela 3) seria necessária redução para R\$ 4,47¹. Caso a taxa de câmbio nominal valorize menos do que isso, teríamos um choque de preços de commodities sobre a inflação, mas menor do que os 23%, pois, ao menos em parte, neutralizado pela valorização cambial nominal.

Notemos que esta tendência de neutralização do choque externo constitui, a rigor, uma continuidade sobre o que já vinha ocorrendo com a taxa de câmbio (ver o Gráfico 3 abaixo), porém, em um novo cenário, que tem um patamar mais alto para o preço do petróleo em dólares. Isso faria necessariamente com que a inflação importada deixasse de ser um elemento a manter a inflação abaixo da meta (como ocorreu em 2025, ver a Tabela 4). A hipótese consiste em que, em uma conjuntura de choque do preço externo em dólares, a inflação importada poderia aproximar-se de um efeito neutro, algo semelhante ao que o Banco Central do Brasil atribuiu ao hiato do produto em 2025 (ver a Tabela 4). Alternativamente, uma ausência de valorização do câmbio, ou uma desvalorização, fariam muito provavelmente com que fosse positiva a contribuição da inflação importada para o desvio da inflação à meta.

¹O cálculo é simples: se o preço do petróleo é 65 dólares e a taxa de câmbio é R\$ 5,50, isso corresponde a R\$ 357,5. A manutenção desse mesmo nível do preço do petróleo em reais para um preço do petróleo de 80 dólares ocorreria se a taxa de câmbio pudesse valorizar para o nível de $357,5 / 80 = \text{R\$ } 4,47$.

Gráfico 3

Preço do petróleo Brent em dólares e taxa de câmbio (R\$/US\$) — jan./2025-abr./2026



Fonte: EIA e BCB.

A questão de fundo aqui diz respeito, portanto, ao fundamento dessa expectativa de que a taxa de câmbio tende à valorização. Isso está relacionado com as condições gerais de inserção externa do Brasil mas também, mais especificamente, com o efeito da política monetária que vem sendo praticada. Conforme já observado, o nível da taxa de juros tem estado elevado. Mas, do ponto de vista do efeito sobre a trajetória da taxa de câmbio, que parâmetros podemos ter para qualificar este nível como elevado?

Trata-se da diferença entre a taxa básica de juros e o assim chamado “piso” para esta taxa, que resulta de uma combinação entre a taxa de juros definida pelo Banco Central norte-americano e as avaliações de risco soberano relativas ao Brasil. Pelos dados que constam do Boletim Fiscal dos Estados produzido pelo COMSEFAZ e pelo CICEF, em janeiro de 2026 este piso estaria em cerca de 6%, implicando assim em uma diferença importante com respeito ao patamar em que se encontra a taxa básica de juros². (COMSEFAZ/CICEF, 2026). Conforme se observou acima, a taxa básica de juros estava em 15% até março e, em abril, foi fixada em 14,5%.

Parece reforçada a hipótese de que o Banco Central espera uma valorização forte do real nesse contexto na medida em que a instituição recomeça a atuar em operações de swap reverso. Desde novembro de 2016, o Banco Central não realizava operação semelhante à que levou adiante nas primeiras semanas de maio de 2026, apenas vendendo swap cambial reverso (REUTERS, 2026). A estratégia do Banco Central parece ser a de reduzir a taxa básica lentamente e operar em estratégias de mercado como forma de administrar uma tendência permanente para a valorização nominal. Esta pode ser uma forma de administrar uma valorização mais gradual do que aquela que seria gerada pela ação exclusiva da política monetária praticada.

Estando correta esta interpretação, portanto, e na ausência de elevação muito significativa da taxa de juros norte-americana e das avaliações de risco soberano, existe margem para uma lenta redução da taxa básica de juros e, mesmo assim, permanecer o diferencial positivo em relação ao piso e a trajetória de valorização cambial. O processo eleitoral é sempre apontado como origem de potenciais mudanças nas avaliações de risco soberano e, de fato, além das incertezas externas, esse fator deve ser monitorado. Importante notar ainda que a valorização cambial nominal neutraliza, mas não necessariamente elimina, o choque potencial de um aumento do preço do petróleo em dólares. Neste cenário mais desafiador para a contenção da inflação, portanto, não será surpreendente se resultar alguma elevação da taxa em 2026, ao invés de uma continuidade da convergência em relação ao centro da meta.

² Tal condição é muito contrastante, por exemplo, com a política monetária que era praticada no último choque de preços de petróleo e commodities, durante a pandemia. Naquela oportunidade a taxa básica foi estabelecida abaixo do "piso" (Lara, 2021; Lélis, Lara, Black, 2022).

3 Considerações finais

Diferentemente do que ocorreu em outros períodos da história brasileira, elevações abruptas do preço do petróleo hoje podem ser fonte de benefícios, e não apenas de efeitos indesejáveis. Uma posição privilegiada no mercado internacional de petróleo, na dada conjuntura, abre espaço para a utilização de instrumentos de política que podem neutralizar os efeitos sobre a inflação doméstica.

Foi esta posição que permitiu a recente introdução de impostos sobre a exportação de petróleo, canalizados para subsidiar o preço do diesel e outros derivados no mercado doméstico. A avaliação sobre quais economias se tornam mais robustas em suas condições de comércio e finanças globais também pode pesar favoravelmente ao Brasil nas percepções dos detentores de riqueza financeira em busca de valorização. Dessa forma, não parece tão improvável que indicadores de risco soberano evoluam de forma neutra ou favorável diante de choques positivos dos preços de mercadorias exportadas pela economia brasileira, como o petróleo.

Se isso ocorrer, abre-se espaço ainda maior para a redução gradual da taxa básica de juros coincidir com o funcionamento do mecanismo estabilizador da política monetária. A confiança que o Banco Central parece demonstrar no que chama de “correlação negativa usual” entre a taxa de câmbio brasileira e os preços internacionais de commodities (BCB, 2021) conduz a projetar que a tendência seja de valorização da taxa nominal de câmbio. Também parece provável que o governo, que termina seu mandato em 2026, esteja disposto a utilizar outros instrumentos que se encontram à sua disposição para manter a inflação nos patamares atuais neste cenário.

No contexto do mercado de trabalho, alterações na legislação que reduzam horas de trabalho sem uma paralela redução de salário têm efeitos imediatos, que elevam os custos do trabalho e podem constituir um componente a mais em um ambiente já com algum viés inflacionário decorrente do choque externo. Este pode ser um risco adicional não desprezível para a trajetória da inflação, não analisado aqui.

A valorização da taxa de câmbio costuma ter efeito expansivo sobre a demanda, bem como gerar alterações importantes das contas externas e da competitividade de setores produtivos. Embora relevantes, nenhum desses potenciais efeitos foi analisado nos limites deste documento.

Há que se investigar também com mais profundidade os efeitos que este cenário poderá ter para as finanças estaduais. Em 2020-21, houve grande performance das receitas pela via dos preços relativos (causando, posteriormente, a reação das autoridades federativas, que reduziram alíquotas tributárias dos entes federativos para diminuir os efeitos sobre o

consumidor). Naquela oportunidade, o aumento do preço do petróleo foi exacerbado pela desvalorização nominal (o preço em reais subiu mais do que o preço em dólares) ao passo que o cenário que agora se apresenta é de neutralização (o preço em reais sobe menos do que o preço em dólares). Dessa forma, é muito possível que, ao menos nas condições prévias à transição da reforma tributária, o efeito deste cenário para as finanças estaduais seja positivo pelo mecanismo de preços relativos, ainda que em muito menor intensidade do que ocorreu a partir de 2021.

4 Referências:

Banco Central do Brasil. **Relatório de Inflação**. Volume 23, Número 2. Junho 2021.

Banco Central do Brasil. **Relatório de Política Monetária**. Volume 1, Número 4. Dezembro 2025.

Banco Central do Brasil. **Relatório de Política Monetária**. Volume 2, Número 1, Março 2026.

COMSEFAZ/CICEF. **Boletim Fiscal dos Estados**. Terceira Edição. 2026.

https://comsefaz.org.br/novo/wp-content/uploads/2026/04/boletim_fiscal-3a-edicao-C2%A7Ao.pdf. Acesso em: 06 de maio de 2026

DEE. **PIB RS Trimestral**. <https://dee.rs.gov.br/pib-trimestral>. Acesso em: 06 de maio de 2026.

LARA, F. **A exagerada, insustentável e efêmera redução da taxa de juros no Brasil**. IFFD, Policy Note n. 2, Setembro de 2021.

LÉLIS, M.; LARA, F.; BLACK, C. **Estudo empírico sobre a performance da arrecadação de ICMS no pós-pandemia**. Tesouro do Estado do RS, 2022.

IBGE. **Sistema de Contas Nacionais Trimestrais**. <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html>. Acesso em: 08 de maio de 2026.

REUTERS. **Leilão de swap reverso do BC facilita redução de posições compradas em dólar**. 06 de maio de 2026. <https://www.infomoney.com.br/mercados/leilao-de-swap-reverso-do-bc-facilita-reducao-de-posicoes-compradas-em-dolar/>. Acesso em 08 de maio de 2026.

tesouro.fazenda.rs.gov.br



GOVERNO DO ESTADO
RIO GRANDE DO SUL
SECRETARIA DA FAZENDA