

Cenário macroeconômico¹

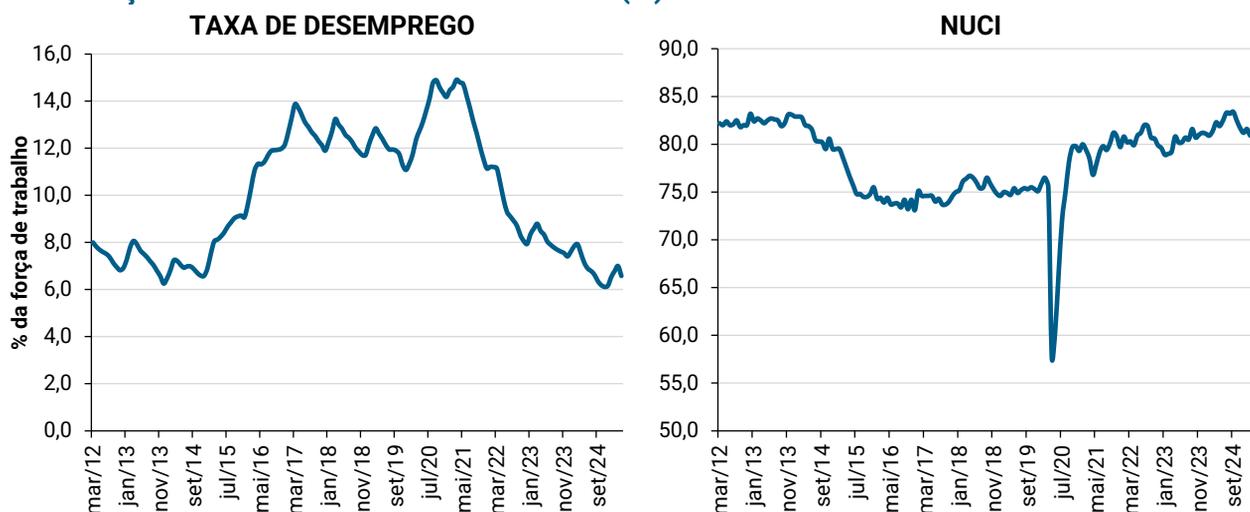
Introdução

O Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de junho atualiza as projeções de curto (2025–2026) e médio prazos (2027–2035) para as variáveis macrofiscais, incorporando dados mais recentes e ajustando premissas de forma a refletir as condições vigentes da economia.

A metodologia utilizada na elaboração das projeções macroeconômicas que fundamentam os cenários fiscais foi detalhada anteriormente no Estudo Especial nº 13².

A atividade econômica e o mercado de trabalho continuam apresentando dinamismo. No primeiro trimestre de 2025, o PIB cresceu 1,4% em relação ao último trimestre de 2024. Em abril, a taxa de desemprego (PNAD Contínua) recuou para 6,6%, enquanto o estoque de emprego formal (Caged) avançou 3,8% em relação ao mesmo mês do ano anterior. Em maio, o nível de utilização da capacidade instalada da indústria (Nuci/FGV) alcançou 83,7%, superando a média histórica (80%) e reforçando o diagnóstico de que a economia segue operando acima do seu nível potencial.

GRÁFICO 1. TAXA DE DESEMPREGO (% DA FORÇA DE TRABALHO) E NÍVEL DE UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA (%)



Fonte: IBGE e FGV.

Entre abril e maio, o IPCA acumulado em 12 meses recuou de 5,5% para 5,3%, com queda também na média dos núcleos calculados pelo Banco Central, de 5,3% para 5,2%. Apesar da desaceleração, a projeção para o IPCA de 2025 permanece acima do teto do intervalo de tolerância da meta, dado por 4,5% a.a.

¹ Acesse o relatório completo em: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2025/junho/relatorio-de-acompanhamento-fiscal-jun-2025>.

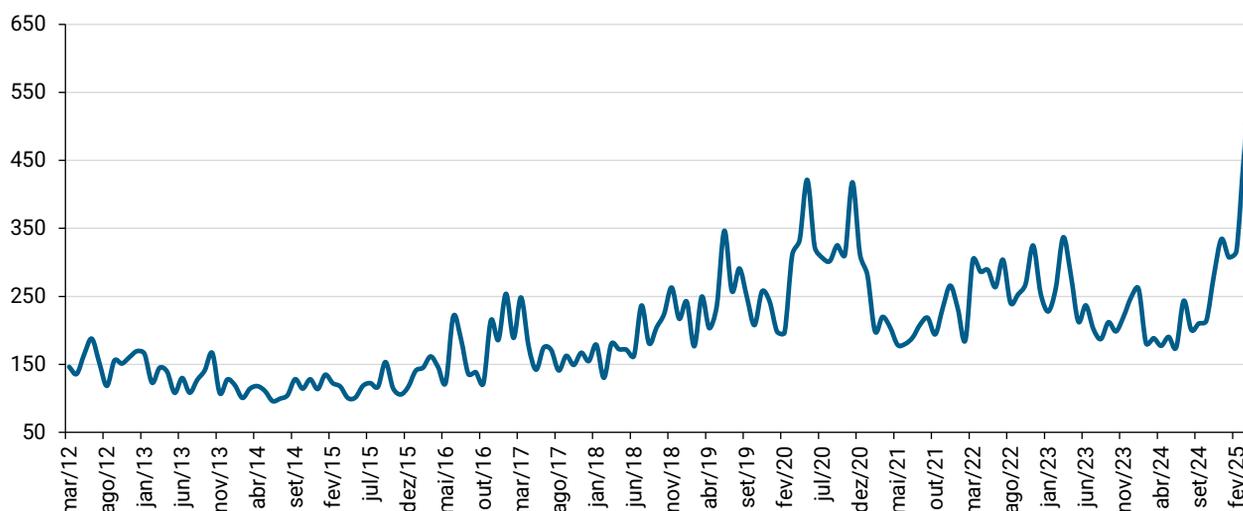
² Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/577405/EE13.pdf>

O ciclo de aperto monetário iniciado em setembro de 2024 – com elevações da Selic de 10,50% a.a. para 15,00% a.a. – tende a contribuir para a contenção das pressões inflacionárias, com a desaceleração da atividade econômica. As expectativas de inflação captadas pela pesquisa Focus vêm recuando gradualmente, mas ainda permanecem acima da meta de 3,0% a.a.: 5,25% em 2025, 4,5% em 2026, 4,0% em 2027 e 3,85% em 2028. Esse desvio reflete, em parte, a combinação de hiato do produto positivo, mercado de trabalho aquecido, crescimento acelerado dos salários e preocupações com a sustentabilidade fiscal.

Desde a última edição do RAF, o cenário internacional está mais desafiador, com revisões para baixo nas projeções de crescimento global por parte de organismos multilaterais. A OCDE (*“Economic Outlook”*³), na atualização de junho de 2025, reduziu a estimativa de crescimento do PIB mundial de 3,1% para 2,9% em 2025, e de 3,0% para 2,9% em 2026, diante do aumento das barreiras comerciais, da incerteza geopolítica e da deterioração da confiança de empresas e consumidores.

Na mesma direção, o Banco Mundial (*“Global Economic Prospects”*⁴) revisou suas projeções de 2,7% para 2,3% em 2025 – o ritmo mais lento desde 2008, excetuando-se os anos de recessão global (2009 e 2020) – e de 2,7% para 2,4% em 2026, patamar inferior à média de 3,1%, observada na década anterior à pandemia. Esses ajustes reforçam a expectativa de menor contribuição do setor externo para a atividade econômica brasileira no curto prazo.

GRÁFICO 2. ÍNDICE DE INCERTEZA ECONÔMICA GLOBAL



Fonte: *Economic Policy Uncertainty*⁵.

³ Disponível em: https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-volume-2025-issue-1_83363382-en.html

⁴ Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/2baabfb0-d076-444b-9564-7935afab5ada/content>

⁵ O Índice de Incerteza Econômica Global (GPEU, na sigla em inglês) é calculado como a média ponderada pelo PIB dos índices de 21 países, normalizados para média 100 no período de 1997 a 2015. Valores acima de 100 indicam incerteza acima da média histórica. Disponível em: https://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html

A Tabela 1 resume as projeções macroeconômicas da IFI para o cenário base, em comparação com a versão divulgada em dezembro de 2024. O PIB deve crescer 2,4% em 2025, desacelerando para 1,7% em 2026 e convergindo, no médio prazo, para uma taxa média de 2,2% a.a. A inflação ao consumidor, por sua vez, deve recuar de 5,3% em 2025 para 4,3% em 2026, com convergência gradual para a meta de 3,0% a.a. A taxa de juros real *ex ante* deve diminuir de 8,1% em 2025 para 7,0% em 2026, estabilizando-se em torno de 5,0% entre 2027 e 2035.

TABELA 1. PROJEÇÕES DO CENÁRIO MACROECONÔMICO (CENÁRIO BASE): VERSÕES ATUAL E ANTERIOR

Cenário Base: junho de 2025	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2027-2035
PIB nominal (R\$ bilhões)	12.672	13.479	14.365	15.277	16.165	17.109	18.106	19.162	20.286	21.470	22.716	18.295
PIB - Crescimento nominal	7,9%	6,4%	6,6%	6,4%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,8%	5,8%	6,0%
PIB - Crescimento real	2,4%	1,7%	2,0%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%
Deflator implícito do PIB	5,4%	4,6%	4,5%	4,1%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,7%
IPCA	5,3%	4,3%	4,1%	3,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,2%
Taxa de desemprego (% da força de trabalho)	6,7%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5,78	5,91	6,04	6,14	6,20	6,26	6,32	6,39	6,45	6,51	6,58	6,32
Juro real <i>ex ante</i> (a.a.)	8,1%	7,0%	5,9%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,2%
Selic - final de período (a.a.)	14,75%	12,50%	11,00%	9,50%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,50%

Cenário Base: dezembro de 2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	-	2026-2034
PIB nominal (R\$ bilhões)	12.600	13.408	14.224	15.048	15.936	16.884	17.889	18.958	20.100	21.305	-	13.408
PIB - Crescimento nominal	6,7%	6,4%	6,1%	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	-	6,4%
PIB - Crescimento real	1,9%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	-	2,1%
Deflator implícito do PIB	4,8%	4,2%	3,8%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	-	4,2%
IPCA	4,4%	3,6%	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	-	3,6%
Taxa de desemprego (% da força de trabalho)	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	-	7,1%
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5,95	6,05	6,12	6,18	6,24	6,30	6,37	6,43	6,49	6,56	-	6,30
Juro real <i>ex ante</i> (a.a.)	7,2%	6,4%	5,8%	5,2%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	-	5,1%
Selic - final de período (a.a.)	14,25%	11,75%	10,50%	9,50%	8,50%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	-	8,91%

Fonte: IFI.

As seções a seguir detalham as projeções de curto e médio prazos do cenário base, bem como dos cenários alternativos elaborados pela IFI.

Projeções de curto prazo

O PIB do primeiro trimestre de 2025 acelerou em relação ao trimestre anterior, com alta de 1,4% frente a 0,1%⁶, considerando a série com ajuste sazonal. O resultado foi impulsionado, principalmente, pelo desempenho do setor agropecuário no lado da oferta e, do lado da demanda, pelo crescimento do consumo das famílias, dos investimentos e das exportações. O *carry-over* estimado para o crescimento do PIB em 2025 – considerando

⁶ 0,1% entre o terceiro e o quarto trimestres de 2024.

variação nula no segundo, terceiro e quarto trimestres – é de 2,2%, conforme apresentado na Tabela 2.

TABELA 2. CRESCIMENTO DO PIB EM 2025 PARA DIFERENTES VARIAÇÕES NOS TRIMESTRES

		Variação do 2T de 2025 (var. % T/T-1, com aj. sazonal)					
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	
Variação média (3T e 4T)	(var. % T/T-1, com aj. sazonal)	-1,0%	0,7%	1,1%	1,4%	1,8%	2,2%
	-0,5%	1,1%	1,4%	1,8%	2,2%	2,6%	
	0,0%	1,4%	1,8%	2,2%	2,6%	3,0%	
	0,5%	1,8%	2,2%	2,6%	3,0%	3,4%	
	1,0%	2,2%	2,6%	3,0%	3,4%	3,8%	

Fonte: IFI.

No acumulado em quatro trimestres, o PIB avançou 3,5% no primeiro trimestre, ligeiramente acima dos 3,4% registrados no período anterior. Nessa métrica, observa-se que a absorção doméstica contribuiu com 5,6 pontos percentuais (p.p.) para o crescimento total, enquanto as exportações líquidas subtraíram 2,1 p.p., refletindo uma expansão mais intensa das importações em relação às exportações.

Os indicadores de atividade referentes a abril sinalizam uma desaceleração do PIB no segundo trimestre, ainda que permaneça uma expectativa de continuidade do crescimento. Segundo o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), a economia desacelerou entre março e abril, com variação de 0,2%, após alta de 0,7% no mês anterior, na série com ajuste sazonal. Já o Monitor do PIB da FGV apontou queda de 0,4% na mesma base de comparação (de março para abril), após avanço de 1,3% em março.

O *carry-over* para o segundo trimestre, em relação ao primeiro, considerando variação nula em maio e junho, é de 0,8% segundo o IBC-Br e de 0,6% segundo o Monitor do PIB. A projeção mediana da pesquisa Focus para o crescimento do PIB no segundo trimestre é de 0,5%.

O mercado de trabalho tem contribuído para o dinamismo da atividade econômica, ao sustentar o consumo por meio da ampliação do rendimento médio, do aumento do nível de ocupação e da redução da taxa de desemprego para patamares historicamente baixos.

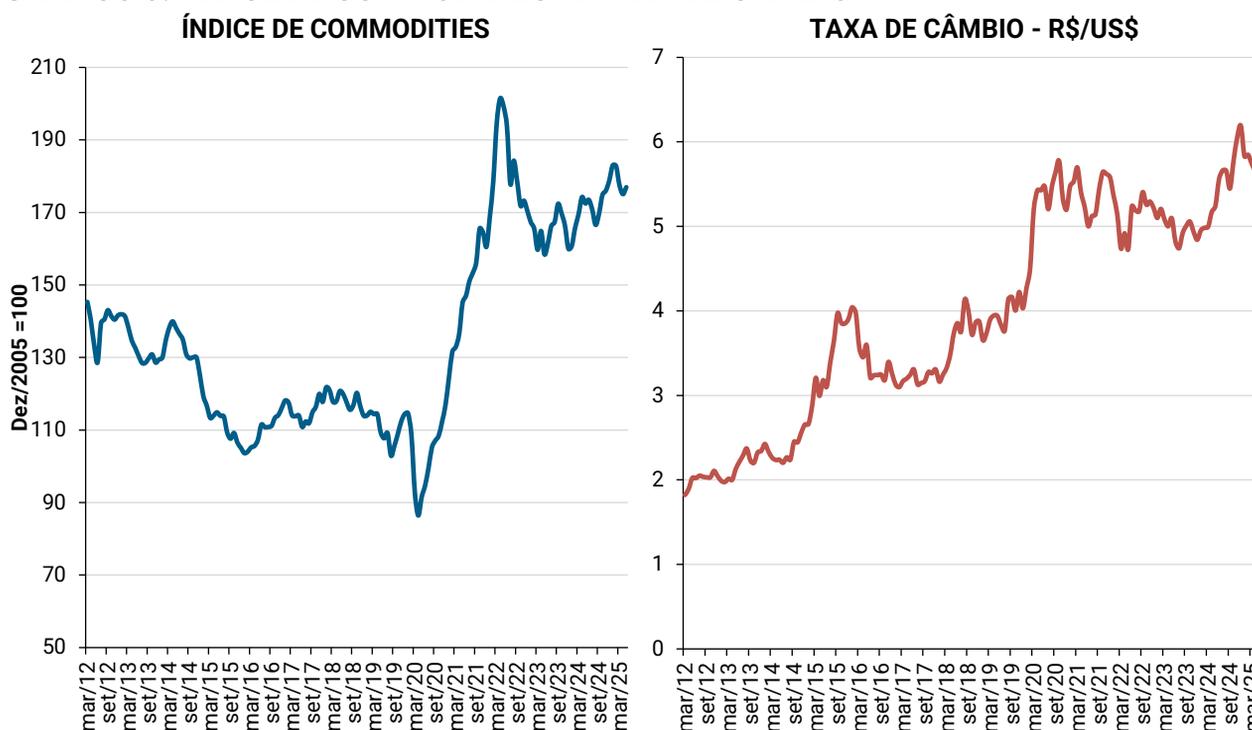
A projeção da IFI é de desaceleração do crescimento do PIB, de 3,4%, em 2024, para 2,4%, em 2025, e 1,7% em 2026. Esse cenário reflete a moderação do consumo e o enfraquecimento dos investimentos, em um contexto de condições monetárias e financeiras restritivas, redução do impulso fiscal e aumento da incerteza econômica global.

A expectativa é que a manutenção da política monetária em campo restritivo, aliada à desaceleração da atividade econômica e da inflação, possibilite o início dos cortes na taxa Selic a partir do final do ano. A IFI projeta um IPCA de 5,3% em 2025 e de 4,3% em 2026,

com destaque para a desaceleração dos preços livres, especialmente dos serviços, em linha com o fechamento gradual do hiato do produto.

A desvalorização do dólar norte-americano, observada após a imposição de tarifas no início de abril – quando investidores reduziram sua exposição a ativos dos Estados Unidos –, bem como o recuo nos preços das commodities, decorrente da menor demanda global, também contribuem para a descompressão dos preços ao consumidor. A IFI projeta uma taxa de câmbio de R\$/US\$ 5,78 ao final de 2025 e de R\$/US\$ 5,91 ao final de 2026.

GRÁFICO 3. ÍNDICE DE COMMODITIES⁷ E TAXA DE CÂMBIO



Fonte: Banco Central.

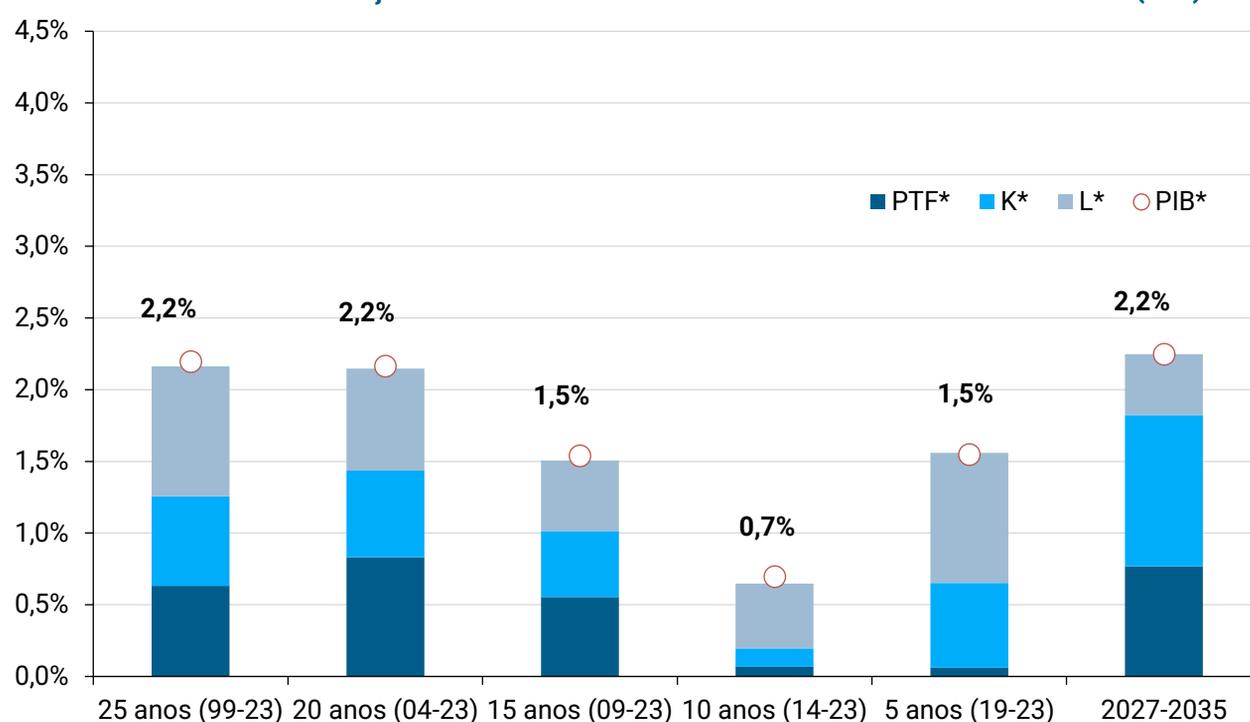
Em 2025 e 2026, o deflator implícito do PIB deve variar de forma mais alinhada com o IPCA, registrando taxas de 5,4% e 4,6%, respectivamente. Com isso, projeta-se que o PIB nominal cresça 7,9%, em 2025, e 6,4%, em 2026, alcançando R\$ 12.672 bilhões e R\$ 13.479 bilhões ao final de cada ano.

⁷ O índice exprime a média mensal ponderada dos preços em dólares das commodities relevantes para a dinâmica da inflação brasileira.

Projeções de médio prazo

No cenário base da IFI, o crescimento do PIB no médio prazo é projetado em 2,2% a.a., conforme uma abordagem baseada em função de produção. Essa projeção considera uma evolução da Produtividade Total dos Fatores (PTF) acima da média histórica, um aumento gradual da taxa de investimento, que favorece a acumulação de capital produtivo, e um ritmo mais lento de crescimento da força de trabalho, condicionado pelo envelhecimento demográfico. A decomposição da taxa de crescimento do PIB potencial estimada para períodos selecionados pode ser visualizada no Gráfico 4.

GRÁFICO 4. DECOMPOSIÇÃO DA TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB POTENCIAL (P.P.)



Fonte: IFI.

No médio prazo, a inflação ao consumidor pode convergir gradualmente para a meta de 3,0% a.a. O deflator implícito do PIB, por sua vez, deve evoluir ligeiramente acima do IPCA, refletindo diferenças históricas nos índices de preços, conforme análise realizada na Nota Técnica da IFI nº 18⁸, de julho de 2018.

Ao longo do horizonte de projeções, espera-se que a taxa de juros real se estabilize em torno de 5,2% a.a. (média 2027-2035), com base na premissa de que a taxa de juros doméstica se alinhará à taxa de juros internacional, ajustada pelo prêmio de risco-país e pela depreciação esperada da taxa de câmbio.

⁸ Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/544424/NT18_2018.pdf?sequence=1

Como medida da taxa de juros internacional, considera-se a taxa de juros efetiva praticada pelo *Federal Reserve Bank* (Fed) descontada pela inflação americana, conforme o cenário mais recente apresentado pelo *Congressional Budget Office* (CBO)⁹. No cenário base, presume-se que a inflação americana oscilará em torno da meta de 2,0% a.a. e que a taxa de juros nominal nos EUA caminhará para o patamar de 3,0% a.a.

A trajetória do risco-país¹⁰ é definida com base em avaliação e julgamento de premissas sobre os ambientes doméstico e internacional. No cenário base, o prêmio de risco é fixado em 250 pontos, pouco acima do patamar atual, e o nível médio da taxa de câmbio previsto entre 2027 e 2035 é de R\$/US\$ 6,32, com depreciação média de 1,0% ao ano. Assume-se que a variação da taxa de câmbio no médio prazo é dada pela diferença entre as inflações doméstica e externa.

Cenários alternativos

O relatório de revisão de médio prazo apresenta três cenários (base, otimista e pessimista) para destacar a incerteza das projeções e sua dependência de diferentes configurações da conjuntura. Os desvios em relação à projeção central resultam de mudanças em suposições e julgamentos sobre a trajetória das variáveis exógenas, como taxas de crescimento e juros globais, preços de commodities, risco-país e produtividade. Essas mudanças podem provocar cenários mais ou menos favoráveis em comparação com o cenário base.

O cenário pessimista considera condições mais adversas, tanto no ambiente internacional, quanto no doméstico. As revisões para baixo das projeções de crescimento global por parte da OCDE e do Banco Mundial sinalizam um ambiente externo mais propenso à materialização de riscos relevantes. Nesse contexto, políticas monetárias mais restritivas nas principais economias podem prolongar o aperto global de liquidez, pressionando o câmbio, os juros de mercado e a confiança. Internamente, a persistência de incertezas fiscais e a lentidão na implementação de reformas estruturais comprometeriam as expectativas, elevando o prêmio de risco e o custo do financiamento da dívida pública.

Entre 2027 e 2035, a taxa média de crescimento do PIB seria de 1,2%, com taxa real de juros convergindo para um patamar mais elevado, em torno de 7,5%.

No cenário otimista, considera-se um ambiente mais favorável à atividade econômica, sustentado, por exemplo, por ganhos de eficiência e produtividade decorrentes da implementação bem-sucedida de reformas estruturais – como a reforma do IVA, que deve simplificar o sistema tributário, reduzir distorções e estimular o investimento privado, com impacto positivo sobre o crescimento potencial. Cabe destacar que parte desses efeitos já está incorporada no cenário base, mas aqui se assume um impacto mais amplo.

⁹ Disponível em: <https://www.cbo.gov/data/budget-economic-data#4>.

¹⁰ Representado pela variável *Credit Default Swap* (CDS) em cinco anos.

Supõe-se ainda uma condução fiscal mais austera, que contribuiria para a redução do prêmio de risco e permitiria uma trajetória de juros mais baixos. Além disso, projeta-se uma melhora gradual no ambiente externo, com possível arrefecimento das tensões comerciais e estabilização das expectativas globais. Nesse contexto, o crescimento médio do PIB entre 2027 e 2035 alcançaria 3,3%, e a taxa real de juros convergiria para cerca de 4,0% ao ano, em um cenário de inflação sob controle.

A Tabela 3 apresenta um resumo das projeções macroeconômicas da IFI para os cenários alternativos (pessimista e otimista).

TABELA 3. PROJEÇÕES DOS CENÁRIOS ALTERNATIVOS

Otimista	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2027-2035
PIB nominal (R\$ bilhões)	12.739	13.583	14.502	15.493	16.563	17.719	18.957	20.283	21.711	23.234	24.859	19.258
PIB - Crescimento nominal	8,5%	6,6%	6,8%	6,8%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,9%
PIB - Crescimento real	3,2%	2,6%	3,0%	3,2%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,3%
Deflator implícito do PIB	5,1%	3,9%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
IPCA	4,9%	3,6%	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Taxa de desemprego (% da força de trabalho)	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5,57	5,68	5,76	5,81	5,87	5,93	5,99	6,05	6,11	6,17	6,23	5,99
Juro real ex ante (a.a.)	7,2%	6,8%	5,3%	4,7%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,2%
Selic - final de período (a.a.)	14,25%	11,50%	10,00%	8,50%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,50%
Pessimista	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2027-2035
PIB nominal (R\$ bilhões)	12.681	13.512	14.400	15.344	16.300	17.314	18.391	19.538	20.765	22.064	23.439	18.617
PIB - Crescimento nominal	8,0%	6,6%	6,6%	6,6%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,2%	6,3%
PIB - Crescimento real	1,5%	0,8%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Deflator implícito do PIB	6,4%	5,7%	5,5%	5,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,1%
IPCA	6,2%	5,4%	5,1%	4,8%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,6%
Taxa de desemprego (% da força de trabalho)	7,1%	7,6%	7,9%	8,0%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%	8,6%	8,6%	8,3%
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	6,11	6,33	6,53	6,71	6,88	7,05	7,22	7,41	7,59	7,78	7,97	7,24
Juro real ex ante (a.a.)	7,5%	7,0%	6,8%	7,1%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,4%
Selic - final de período (a.a.)	15,25%	13,50%	12,50%	11,75%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,25%

Fonte: IFI.