

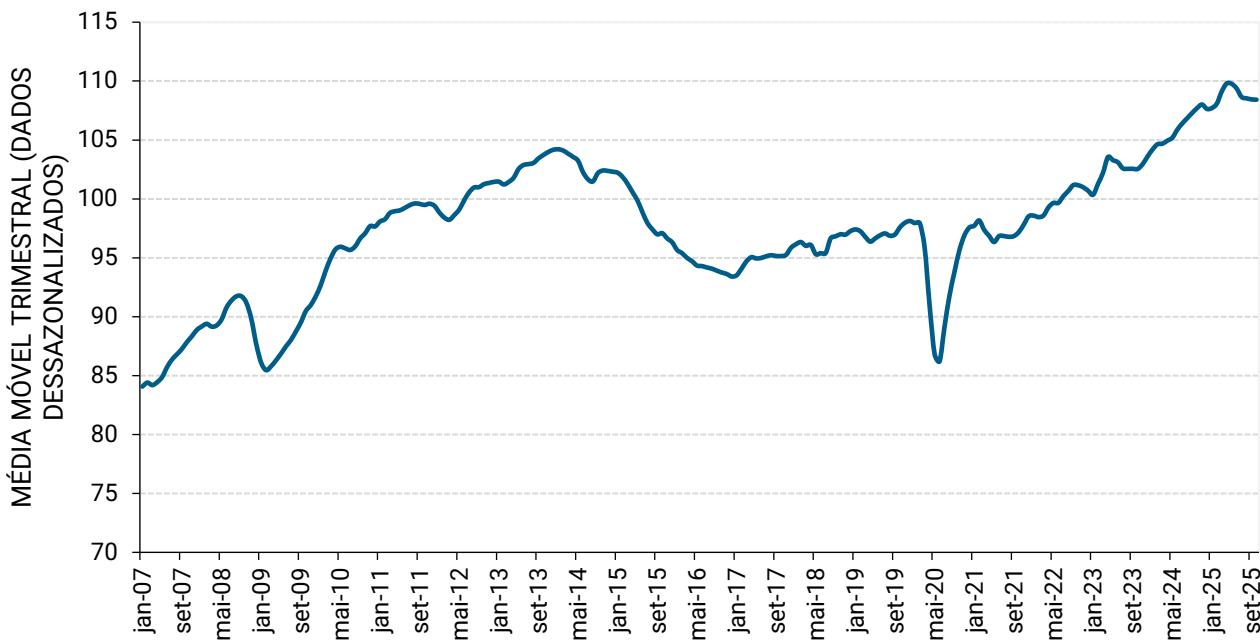
Cenário macroeconômico¹

Introdução

O Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de dezembro de 2025 atualiza as projeções de curto (2025–2026) e médio prazos (2027–2035) para as variáveis macrofiscais, incorporando as informações mais recentes e revisando premissas de modo a refletir as condições correntes da economia.

A atividade econômica desacelerou no terceiro trimestre de 2025. O PIB ficou praticamente estável na comparação com o trimestre imediatamente anterior (série com ajuste sazonal), após avanços de 1,5% e 0,3% no primeiro e no segundo trimestres, respectivamente. Indicadores de alta frequência corroboram esse quadro de moderação: o IBC-Br recuou 0,2% em outubro, o que implica carregamento estatístico (carry-over) de -0,3% para o quarto trimestre.

GRÁFICO 1. ÍNDICE DE ATIVIDADE DO BANCO CENTRAL



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Considerada a variação acumulada em quatro trimestres, o crescimento do PIB desacelerou de 3,6% no primeiro trimestre de 2025 para 3,3% e 2,7% no segundo e no terceiro trimestres. Esse resultado reflete a menor contribuição do consumo das famílias e da formação bruta de capital fixo, além da contribuição negativa das exportações líquidas.

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

TABELA 1. CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) PARA A TAXA DO PIB ACUMULADA EM QUATRO TRIMESTRES

	4T.23	1T.24	2T.24	3T.24	4T.24	1T.25	2T.25	3T.25
PIB	3,2	2,8	2,7	3,1	3,4	3,6	3,3	2,7
Absorção interna	1,3	1,2	2,1	4,0	5,3	5,8	5,1	3,7
Consumo das famílias	2,1	2,2	2,6	3,0	3,2	2,8	2,2	1,3
Consumo do governo	0,7	0,8	0,7	0,6	0,4	0,3	0,2	0,2
Formação bruta de capital fixo	-0,5	-0,5	-0,2	0,5	1,1	1,4	1,3	1,0
Variação de estoques	-1,0	-1,3	-1,0	-0,2	0,6	1,3	1,4	1,1
Exportações líquidas	2,0	1,5	0,6	-0,9	-1,9	-2,2	-1,8	-1,0

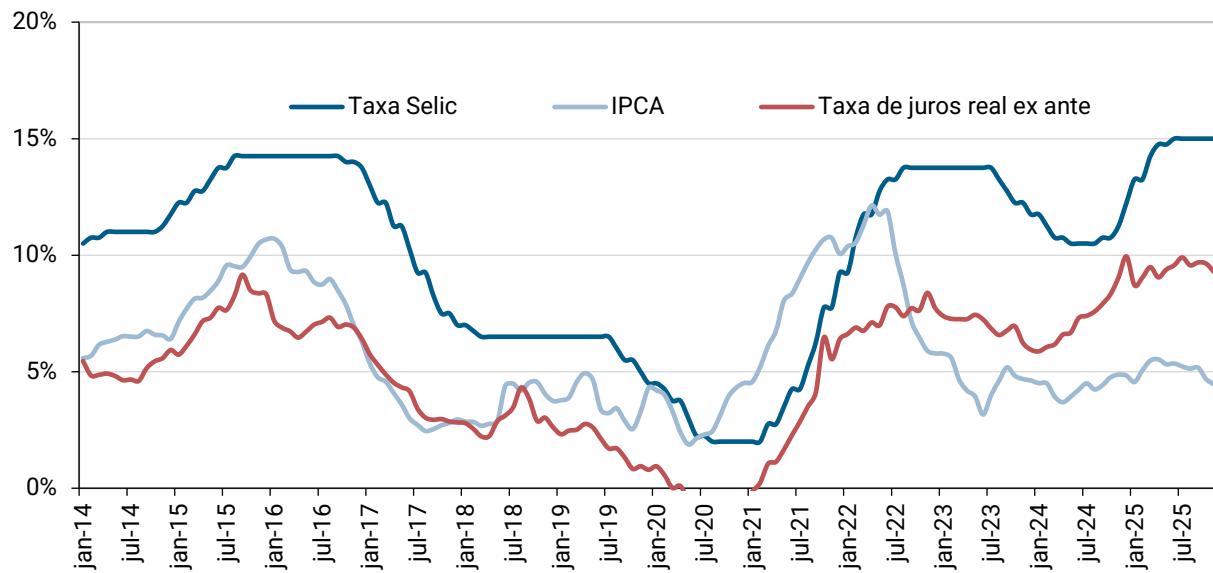
Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

No mercado de trabalho, os indicadores permanecem favoráveis. A taxa de desemprego atingiu 5,4% da força de trabalho em outubro, situando-se em mínima histórica e significativamente abaixo da média histórica (9,2%). A renda real segue em expansão, ainda que em ritmo mais moderado, com crescimento de 3,5% em termos reais. A queda recente do desemprego, contudo, convive com taxa de participação ainda inferior ao nível pré-pandemia, sugerindo que parte do movimento decorre também de menor oferta de mão de obra. Nesse contexto, o mercado de trabalho permanece apertado, embora já se observem sinais incipientes de arrefecimento, como a redução da população ocupada.

A inflação corrente apresentou comportamento mais benigno no período recente. O IPCA acumulado em 12 meses desacelerou de 5,2% em setembro para 4,7% em outubro e 4,5% em novembro, movimento acompanhado pela redução da média dos núcleos, de 5,1% para 4,9% e 4,7%, respectivamente. Apesar desse arrefecimento – favorecido, em parte, pela apreciação cambial e pela relativa estabilidade dos preços de commodities –, a inflação de serviços segue relativamente pressionada, com variação em 12 meses ainda elevada (5,9% em novembro), em linha com a resiliência do mercado de trabalho. As expectativas de inflação captadas pelo Boletim Focus, embora em trajetória de declínio, permanecem des ancoradas, refletindo, em alguma medida, prêmios associados à percepção de risco fiscal sobre a trajetória da dívida pública.

O Copom manteve a taxa Selic em 15,0% a.a., avaliando que a política monetária em território contracionista tem contribuído para o processo de desinflação. O Comitê reconhece a moderação gradual da atividade econômica e o arrefecimento da inflação corrente, mas reforça que, diante da persistência da desancoragem das expectativas inflacionárias, é necessária a manutenção de uma restrição monetária elevada por período prolongado.

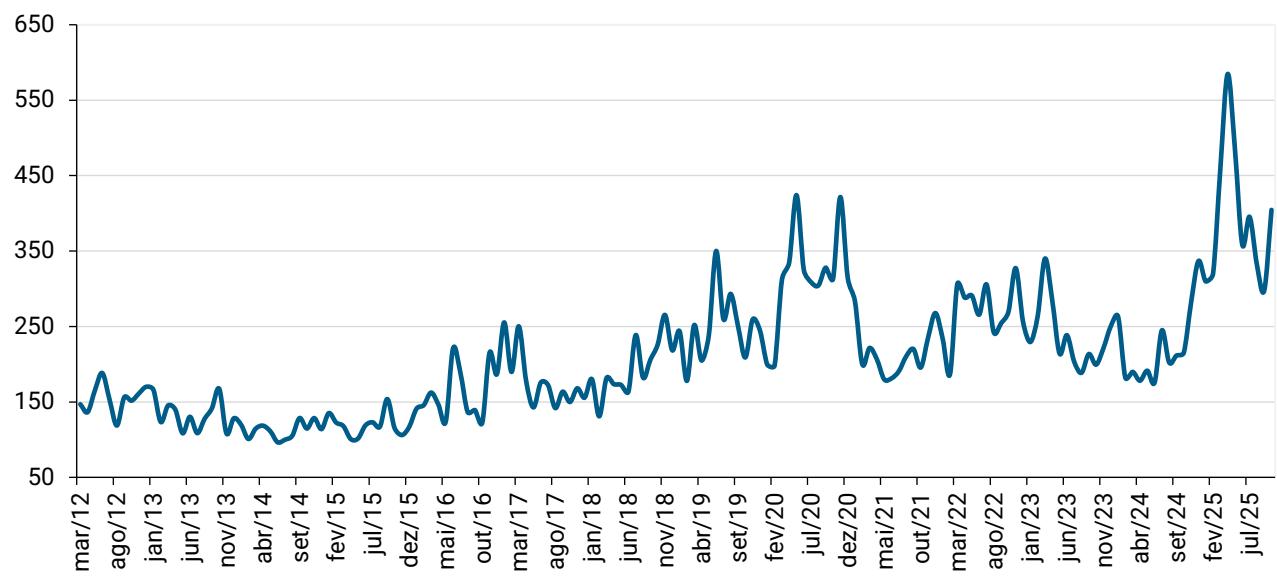
GRÁFICO 2. TAXA SELIC, IPCA E TAXA DE JUROS REAL EX-ANTE



Fonte: Banco Central, IBGE e Ipeadata. Elaboração: IFI.

No plano internacional, a economia global manteve-se resiliente ao longo de 2025, em parte associada à antecipação da produção e do comércio antes da elevação de tarifas. Embora o ambiente externo esteja menos incerto do que em meses anteriores – com avanços em negociações comerciais e o fim do *government shutdown* nos Estados Unidos –, os riscos permanecem relevantes.

GRÁFICO 3. ÍNDICE DE INCERTEZA ECONÔMICA GLOBAL



Fonte: Economic Policy Uncertainty².

² O Índice de Incerteza Econômica Global (GEPU, 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

No *Economic Outlook*³ de dezembro, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) projeta desaceleração do crescimento do PIB mundial de 3,3% em 2024 para 3,2% em 2025 e 2,9% em 2026. Em linha semelhante, o FMI, no *World Economic Outlook*⁴ de outubro de 2025, estima crescimento global de 3,2%, em 2025, e 3,1%, em 2026. Em ambos os diagnósticos, a continuidade do crescimento global convive com riscos predominantemente baixistas, associados à intensificação de barreiras comerciais, potenciais correções nos preços de ativos, aperto das condições financeiras e vulnerabilidades fiscais em algumas economias. Esse conjunto de fatores reforça a perspectiva de menor contribuição do setor externo para a atividade econômica brasileira.

No cenário base, as projeções da IFI partem, no curto prazo, da hipótese de desaceleração gradual da atividade econômica. Embora se preveja algum impulso à demanda decorrente de medidas fiscais – como a ampliação da isenção do imposto de renda –, a política monetária ainda em terreno contracionista, com juros reais elevados, tende a limitar o crescimento do PIB no curto prazo. A inflação ao consumidor, em trajetória de desaceleração e com hiato do produto em processo de fechamento, abre espaço para o início da redução da taxa Selic a partir do primeiro trimestre de 2026.

No médio prazo, assume-se a convergência do crescimento do PIB ao seu potencial, sustentada por ganhos moderados de produtividade, bem como a convergência da inflação para a meta, com estabilização da taxa de juros real em patamar compatível com os fundamentos domésticos e o ambiente externo.

A Tabela 2 resume as projeções macroeconômicas da IFI para o cenário base. As revisões em relação ao cenário de junho concentram-se no curto prazo. As projeções para o IPCA foram ajustadas para baixo em 2025 e 2026, assim como o deflator implícito do PIB, o que implica crescimento nominal ligeiramente inferior, apesar da manutenção, em linhas gerais, do crescimento real do produto. Em contrapartida, as projeções de médio prazo – notadamente para o crescimento potencial, a inflação e o nível da taxa de juros real – foram preservadas.

³ Disponível em: https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-volume-2025-issue_2_9f653ca1-en.html.

⁴ Disponível em: <https://www.imf.org/en/publications/weo>.

TABELA 2. PROJEÇÕES DO CENÁRIO MACROECONÔMICO

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2027-2035
PIB nominal (R\$ bilhões)	12.696	13.432	14.245	15.109	15.988	16.923	17.911	18.957	20.070	21.242	22.474	18.102
PIB - Crescimento nominal	7,8%	5,8%	6,0%	6,1%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,8%	5,8%	5,9%
PIB - Crescimento real	2,3%	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	5,3%	4,0%	4,0%	3,8%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,6%
IPCA	4,3%	3,9%	3,5%	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,1%
Taxa de desemprego (% da força de trabalho)	5,90%	6,26%	6,72%	6,95%	6,95%	6,95%	6,95%	6,95%	6,95%	6,95%	6,95%	6,93%
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5,40	5,45	5,51	5,58	5,63	5,69	5,75	5,80	5,86	5,92	5,98	5,75
Juro real ex ante (a.a.)	8,0%	7,0%	6,2%	5,6%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,2%
Selic - final de período (a.a.)	15,00%	12,00%	10,50%	9,25%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,41%

Fonte: IFI.

Projeções de curto prazo

No cenário base, o PIB em volume deve crescer 2,3% em 2025 (após avanço de 3,4% em 2024), com desaceleração para 1,7%, em 2026, refletindo a moderação do consumo das famílias e o enfraquecimento dos investimentos, em um ambiente ainda marcado por condições monetárias e financeiras restritivas.

O mercado de trabalho segue sustentando o dinamismo da atividade econômica no curto prazo. A taxa de desemprego permanece em patamar historicamente baixo, em 2025, com elevação gradual projetada para os anos subsequentes, refletindo tanto menor crescimento da ocupação quanto a normalização gradual da taxa de participação.

A inflação ao consumidor apresenta trajetória de desaceleração mais favorável em relação à edição anterior do RAF. O IPCA recua de 4,8%, em 2024, para 4,3%, em 2025, e 3,9% em 2026, mantendo processo gradual de convergência à meta. Esse comportamento reflete, em parte, a apreciação cambial – associada, entre outros fatores, ao enfraquecimento recente do dólar – com efeitos desinflacionários sobre preços de bens. Em contrapartida, os preços de serviços tendem a permanecer relativamente pressionados, em consonância com a persistência de um mercado de trabalho ainda apertado no curto prazo.

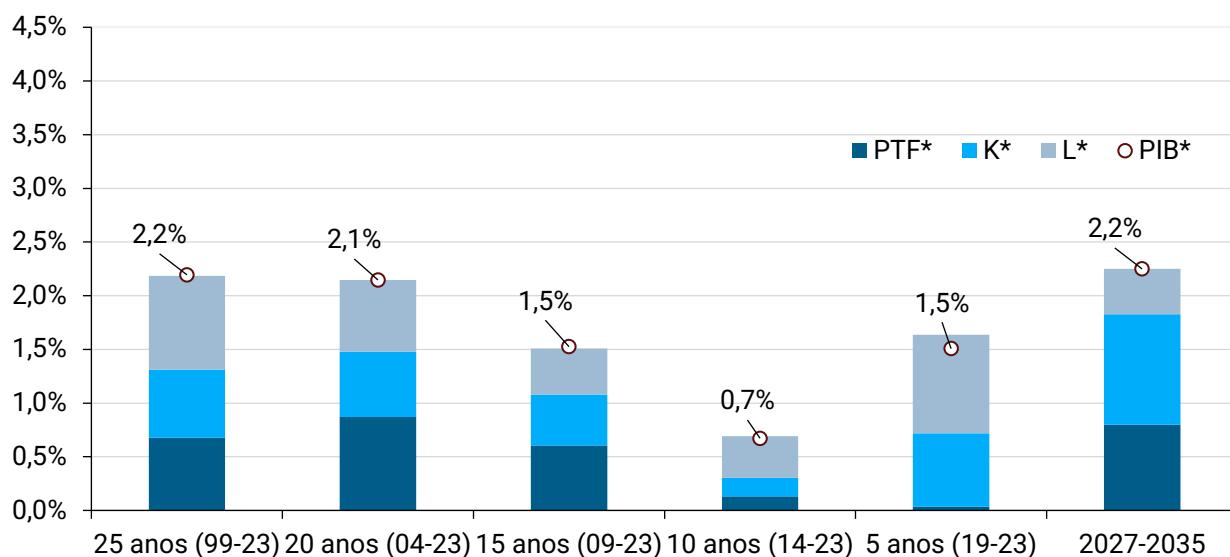
A política monetária permanece em campo contracionista. No cenário base, a Selic ao final do período é projetada em 15,0%, em 2025, e 12,0%, em 2026, com início de flexibilização a partir do primeiro trimestre de 2026. Como resultado, a taxa de juros real ex-ante recua de aproximadamente 8,0%, em 2025, para cerca de 7,0%, em 2026.

A taxa de câmbio é projetada em R\$/US\$ 5,40 ao final de 2025 e R\$/US\$ 5,45 ao final de 2026, com trajetória de depreciação gradual ao longo do horizonte de projeção, compatível com os diferenciais de inflação e as premissas de risco consideradas no cenário base.

Projeções de médio prazo

No cenário base da IFI, o crescimento do PIB no médio prazo é projetado em 2,2% a.a., conforme abordagem baseada em função de produção. Essa projeção considera evolução da produtividade total dos fatores (PTF) alinhada à média histórica, aumento gradual da taxa de investimento – favorecendo a acumulação de capital produtivo – e ritmo lento de crescimento da força de trabalho, condicionado pelo envelhecimento demográfico. A decomposição da taxa de crescimento do PIB potencial estimada para períodos selecionados é apresentada no Gráfico 4.

GRÁFICO 4. DECOMPOSIÇÃO DA TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB POTENCIAL



Fonte: IFI.

No médio prazo, a inflação ao consumidor converge 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 entre os índices de preços.

Ao longo do horizonte de projeções, espera-se que a taxa de juros real se estabilize em torno de 5,0% a.a., com base na premissa de convergência da taxa de juros doméstica à taxa de juros internacional, ajustada pelo prêmio de risco-país e pela depreciação esperada da taxa de câmbio. Para a taxa de juros internacional, considera-se a taxa efetiva praticada pelo *Federal Reserve* (Fed), descontada pela inflação americana. No cenário base, presume-se inflação americana em torno de 2,0% a.a. e taxa nominal convergindo para 3,0% a.a.

A trajetória do risco-país é definida com base em avaliação e julgamento de premissas sobre os ambientes doméstico e internacional. No cenário base, o prêmio de risco (CDS 5 anos) 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\$ 5,75, com depreciação média de 1,0% ao ano. Assume-se que a variação cambial no médio prazo é dada pela diferença entre as inflações doméstica e externa.

Cenários alternativos

Para explicitar a incerteza inerente às projeções de médio prazo, o relatório apresenta três cenários (base, otimista e pessimista). As diferenças em relação à trajetória central decorrem de hipóteses alternativas para variáveis exógenas – como crescimento e juros globais, preços de commodities, risco-país e produtividade – resultando em trajetórias mais ou menos favoráveis no cenário base.

No cenário pessimista, assume-se a materialização de riscos externos (escalada de barreiras comerciais, correções em preços de ativos e aperto das condições financeiras) e a persistência de incertezas fiscais domésticas, com efeitos sobre o prêmio de risco e o custo de financiamento. Nesse caso, o PIB real cresceria, em média, cerca de 1,2% ao ano entre 2027 e 2035, com taxa real de juros em patamar mais elevado (aproximadamente 7,5% a.a.), inflação acima do cenário base e Selic estabilizando-se em níveis superiores.

No cenário otimista, considera-se ambiente mais favorável à atividade, com ganhos adicionais de produtividade e eficiência associados à implementação bem-sucedida de reformas, além de uma condução fiscal mais austera, com redução do prêmio de risco. Admite-se, ainda, melhora do ambiente externo. Nessa hipótese, o PIB real cresceria, em média, cerca de 3,3% ao ano entre 2027 e 2035, com convergência mais rápida da inflação à meta, taxa real de juros menor (em torno de 4,0% a.a.) e Selic estabilizando-se em níveis mais baixos.

A Tabela 3 sintetiza as projeções macroeconômicas da IFI para os cenários alternativos.

TABELA 3. PROJEÇÕES DOS CENÁRIOS ALTERNATIVOS

Otimista	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2027-2035
PIB nominal (R\$ bilhões)	12.709	13.481	14.369	15.358	16.421	17.569	18.798	20.118	21.539	23.057	24.676	19.101
PIB - Crescimento nominal	7,9%	6,1%	6,6%	6,9%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,1%	7,0%	7,0%	6,9%
PIB - Crescimento real	2,6%	2,6%	2,9%	3,2%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,3%
Deflator implícito do PIB	5,1%	3,4%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
IPCA	4,1%	3,2%	3,1%	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)	5,87%	5,96%	6,14%	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%	6,31%
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5,15	5,23	5,28	5,34	5,39	5,45	5,50	5,56	5,61	5,67	5,72	5,50
Juro real ex ante (a.a.)	7,1%	6,3%	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.)	15,00%	11,00%	9,50%	8,25%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,41%
Pessimista	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2027-2035
PIB nominal (R\$ bilhões)	12.689	13.436	14.262	15.164	16.111	17.115	18.184	19.323	20.542	21.834	23.202	18.415
PIB - Crescimento nominal	7,7%	5,9%	6,1%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
PIB - Crescimento real	2,0%	0,8%	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Deflator implícito do PIB	5,6%	5,1%	5,1%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
IPCA	4,6%	4,9%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Taxa de desemprego (% da força de trabalho)	5,90%	6,40%	7,05%	7,37%	7,69%	8,01%	8,33%	8,65%	8,97%	9,29%	9,60%	8,33%
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5,65	5,81	5,96	6,11	6,27	6,42	6,59	6,75	6,92	7,09	7,27	6,60
Juro real ex ante (a.a.)	7,5%	7,4%	7,1%	7,3%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,4%
Selic - final de período (a.a.)	15,00%	13,00%	12,50%	11,75%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,25%

Fonte: IFI.