



# Boletim MacroFiscal da SPE



# Boletim MacroFiscal da SPE

**O crescimento global tem se mostrado resiliente, porém incertezas comerciais e geopolíticas seguem como riscos relevantes para a atividade à frente.** O crescimento tem surpreendido positivamente nos Estados Unidos, refletindo a expansão da absorção doméstica e de setores ligados à inteligência artificial, apesar do menor dinamismo no mercado de trabalho. Em contrapartida, diante da efetiva implementação das tarifas e do arrefecimento dos impulsos associados à antecipação de importações, outras economias já vêm sendo afetadas pela menor demanda por exportações e investimentos.

**No Brasil, indicadores coincidentes sugerem que a atividade seguiu desacelerando no terceiro trimestre.** Essa desaceleração já era esperada, repercutindo efeitos defasados e cumulativos da política monetária restritiva em vigor. Na comparação trimestral, as concessões reais de crédito dessazonalizadas já apresentaram contração em setembro e, no mercado de trabalho, já se verifica redução da população ocupada e desaceleração no ritmo de expansão dos rendimentos, ainda que a taxa de desemprego tenha seguido em patamar historicamente baixo.

**Com base nesse cenário, a perspectiva de crescimento para 2025 foi revisada de 2,3% para 2,2%.** A revisão está relacionada à menor projeção de expansão para o PIB do terceiro trimestre, impactando também as previsões para o trimestre à frente. Por setor produtivo, a projeção de crescimento foi revisada de 8,3% para 9,5% para a agropecuária, caiu de 1,4% para 1,3% para a indústria e recuou de 2,1% para 1,9% para serviços. Para 2026, a previsão de crescimento permaneceu em 2,4%, repercutindo desaceleração da atividade agropecuária, mas maior expansão da indústria e dos serviços comparativamente a 2025.

**Para o IPCA, a projeção para 2025 foi revisada de 4,8% para 4,6%.** A perspectiva de menor inflação no ano reflete efeitos defasados do real mais apreciado; a menor inflação no atacado agropecuário e industrial; e o excesso de oferta de bens em escala mundial como reflexo dos conflitos comerciais. Essa estimativa considera bandeira amarela para as tarifas de energia elétrica em dezembro. Para 2026, a projeção para a inflação medida pelo IPCA caiu de 3,6% para 3,5%, atingindo 3,2% no segundo trimestre de 2027, horizonte relevante de política monetária. Para o INPC de 2025, a projeção de inflação caiu de 4,7% para 4,5%, enquanto para o IGP-DI, caiu de 2,6% para 1,4%.

**No Prisma Fiscal de novembro, a projeção mediana para o déficit primário de 2025 subiu marginalmente quando comparada à de setembro, permanecendo, no entanto, acima do limite inferior da meta de resultado primário após exclusão dos precatórios.** Em novembro, o déficit primário mediano projetado para 2025 foi de R\$ 70,64 bilhões, superior ao projetado em setembro (R\$ 69,99 bilhões). A mediana das expectativas de novembro para a DBGG em 2025 ficou em 79,54% do PIB, ante 79,74% em setembro.



# Cenário externo

## *Crescimento resiliente, mas com perspectiva de desaceleração*

**O crescimento global tem se mostrado resiliente, mas a perspectiva é de desaceleração à frente.** A revisão para cima do PIB americano no segundo trimestre em função do maior crescimento da absorção doméstica e a expansão robusta da economia chinesa no primeiro semestre contribuíram para elevar as estimativas de crescimento em 2025. O desempenho melhor que o esperado de diversas economias emergentes, refletindo condições financeiras mais favoráveis em um contexto de enfraquecimento do dólar, também colaborou nesse sentido. Contudo, desde agosto, com a entrada em vigor das tarifas recíprocas e o arrefecimento dos impulsos associados à antecipação de importações, as exportações e o ritmo de crescimento de diversos países já têm sido afetados pelo ambiente comercial mais restritivo, tendência que pode se acentuar se persistirem incertezas comerciais e geopolíticas.

**Nos EUA, o crescimento deve continuar expressivo no terceiro trimestre, mesmo com menor dinamismo do mercado de trabalho.** Apesar da ausência de alguns dados em razão do *shutdown*, indicadores de atividade têm apontado para um ritmo de crescimento também elevado no terceiro trimestre, ainda como reflexo da expansão da absorção doméstica. A atividade tem sido especialmente impulsionada por setores de tecnologia ligados à inteligência artificial, que podem estar compensando com ganhos de produtividade a menor criação de vagas de emprego. Apesar das surpresas positivas com o ritmo de crescimento e da inflação ainda próxima de 3,0% ao ano, o desaquecimento no mercado de trabalho já motivou dois cortes recentes de 0,25 ponto percentual nos juros americanos. À frente, a flexibilização monetária tende a se tornar mais gradual, na dependência da evolução de dados de inflação e de emprego.

**A economia chinesa desacelerou no terceiro trimestre e tende a seguir nesse ritmo caso não sejam adotadas novas medidas de estímulo.** O PIB chinês cresceu 4,8% ao ano no terceiro trimestre, abaixo da taxa de 5,2% registrada no trimestre anterior. Embora as contribuições do consumo e das exportações líquidas tenham se mantido praticamente estáveis na passagem entre trimestres, a do investimento caiu, repercutindo a persistência da crise no setor imobiliário. Para outubro, dados já divulgados de balança comercial mostraram queda interanual das exportações chinesas, reforçando, junto com a redução recente nos investimentos em ativos fixos, a expectativa de nova desaceleração do PIB no quarto trimestre. Para contornar esse quadro e evitar maior distanciamento da meta de crescimento de 5%, é provável que o governo anuncie em breve novos investimentos em infraestrutura e cortes nos juros de referência. Essas medidas estão alinhadas com a intenção chinesa de fortalecer o consumo doméstico, a inovação e a autonomia tecnológica nos próximos cinco anos a fim de lidar com o aumento do protecionismo e das rivalidades em escala mundial (15º Plano Quinquenal).



**Na Zona do Euro, a atividade permaneceu crescendo a taxas moderadas, porém com resultados heterogêneos entre países.** Na comparação trimestral, o PIB da Zona do Euro avançou 0,2% no terceiro trimestre, ante alta de 0,1% no segundo. Portugal, Espanha e França registraram taxas de crescimento mais expressivas, enquanto na Itália e Alemanha, a atividade permaneceu estável. O setor de serviços impulsionou o crescimento da região no trimestre, refletindo principalmente o bom desempenho do turismo e de serviços digitais, em geral ligados à inteligência artificial. A indústria, no entanto, foi prejudicada pelas tarifas e por incertezas, que afetaram a demanda por exportações e os investimentos. Apesar da inflação na região ter arrefecido para 2,1% em outubro, os preços de serviços aceleraram para 3,4%, de 3,2% em setembro, resultado que tende a contribuir para a quarta manutenção consecutiva dos juros na próxima decisão de política monetária, apesar do crescimento moderado e do euro valorizado.

**Na América Latina, condições mais favoráveis de liquidez e a resiliência da atividade americana têm contribuído para melhorar as perspectivas de crescimento de alguns países.** Esse é o caso da economia peruana, beneficiada por superávits comerciais crescentes repercutindo termos de troca mais favoráveis e pela taxa básica de juros já em patamar próximo ao neutro. Também é o caso da economia mexicana, que vem sendo favorecida pelo crescimento das exportações aos Estados Unidos e pelos recentes cortes nas taxas de juros, apesar da inflação ainda acima da meta. No Chile, a valorização cambial tem contribuído para impulsionar as importações de bens de capital e a expansão da indústria, compensando o desempenho abaixo do esperado da mineração.

**No cenário geopolítico, China e Estados Unidos chegaram a um entendimento após nova rodada de tensões em outubro, porém persistem incertezas.** A China concordou em retomar as compras de soja americana e em adiar por um ano as restrições à exportação de terras raras e outros insumos estratégicos. Em contrapartida, os Estados Unidos reduziram de 20% para 10% as tarifas de fentanil impostas à China. Embora a trégua auxilie a aliviar as tensões comerciais no curto prazo, não elimina o risco de novas rodadas de conflitos. Para o Brasil, as tarifas adicionais ainda não foram reduzidas, porém o cenário melhorou com a perspectiva de negociação após o encontro entre os presidentes Lula e Trump, em outubro.



# Atividade

## **Leve revisão para baixo no crescimento projetado para 2025**

**O ritmo de atividade seguiu em desaceleração no terceiro trimestre, repercutindo o alto patamar dos juros reais.** Após o PIB desacelerar de 1,3% para 0,4% do primeiro para o segundo trimestre de 2025, indicadores coincidentes já divulgados para os meses de julho a setembro sugerem que a atividade deve continuar crescendo em menor ritmo no terceiro trimestre. Essa desaceleração já era esperada, e repercutiu efeitos defasados e cumulativos da política monetária restritiva em vigor. Com a manutenção da taxa básica de juros em 15% ao ano e redução recente nas expectativas de inflação, a taxa de juros real *ex-ante* atingiu, em outubro de 2025, patamar superior até mesmo àqueles observados no começo de 2016.

**Já se verifica queda nas concessões reais de crédito e desaquecimento no mercado de trabalho.** No terceiro trimestre, as concessões reais dessazonalizadas apresentaram contração em relação ao trimestre anterior, refletindo principalmente a redução nas novas operações para empresas. Esse quadro é parcialmente amenizado pela dinâmica ainda favorável do crédito não-bancário. As emissões de debêntures seguiram crescendo a ritmo real apenas inferior ao registrado em 2024, com o aumento nos juros sendo parcialmente compensado por menores *spreads*. No mercado de trabalho, ainda que a taxa de desemprego siga em patamar historicamente baixo, observa-se redução da população ocupada no terceiro trimestre em relação ao anterior, ao mesmo tempo em que o ritmo de expansão do rendimento real tem desacelerado (dados dessazonalizados).

**A desaceleração poderia ser ainda mais pronunciada, não fossem alguns fatores.** O pagamento de precatórios desde julho e o aumento no ritmo de concessões de crédito consignado ao trabalhador privado nos últimos meses ajudaram a contrabalancear a retração real do crédito bancário e o enfraquecimento gradual no mercado de trabalho. As atividades não-cíclicas também têm ajudado. A produção de petróleo, gás e minério de ferro continuaram crescendo no terceiro trimestre, e a safra foi revisada para cima nos levantamentos de produção agrícola mais recentes, refletindo expectativas mais favoráveis sobretudo para culturas de maior peso no PIB agropecuário do terceiro trimestre.

**Para o terceiro trimestre, a projeção é de crescimento de 0,3% na margem e de 1,9% no interanual.** No boletim anterior, a expectativa era de crescimento de 0,4% na comparação trimestral e 2,0% na interanual, porém indicadores coincidentes divulgados para o trimestre sugeriram desempenho na margem aquém do esperado para algumas atividades da indústria e de serviços, motivando a revisão para baixo na projeção para o trimestre.



**Por setor produtivo, na comparação trimestral, a expectativa é de maior crescimento agropecuário, desaceleração da indústria e estabilidade no ritmo de crescimento dos serviços.** Depois de cair 0,6% no segundo trimestre, projeta-se avanço de cerca de 0,1% para a atividade agropecuária na margem, refletindo o crescimento na colheita de culturas com peso no terceiro trimestre, como o algodão, a cana-de-açúcar, o café e o milho, além do bom desempenho do abate de bovinos. Essa alta de 0,1% na margem corresponde à expansão de 8,5% do PIB agropecuário na comparação interanual. Para o PIB da indústria, projeta-se crescimento de 0,3% no terceiro trimestre, após alta de 0,6% no segundo. A desaceleração, nessa base de comparação, reflete o pior desempenho esperado para a indústria extrativa na margem, após forte crescimento no trimestre anterior, e a expectativa de menor produção e distribuição de energia e gás, repercutindo o uso de térmicas. Na comparação interanual, a indústria deverá crescer cerca de 1,0% no terceiro trimestre, desacelerando frente à alta de 1,1% registrada no trimestre anterior. Para o PIB de serviços, projeta-se um crescimento de 0,4% na margem no terceiro trimestre, após alta de 0,3% no segundo. Na comparação interanual, o setor deve desacelerar de 2,0% para 1,7% na passagem entre trimestres. Importante notar que as variações na margem foram calculadas considerando dessazonalização até o terceiro trimestre de 2025, já incorporando as projeções e, por isso, são levemente diferentes das divulgadas pelo IBGE até o segundo trimestre.

**Para 2025, a projeção de crescimento foi ligeiramente revisada para baixo, passando de 2,3% para 2,2%.** A revisão está relacionada à perspectiva de expansão pouco menor que a inicialmente esperada para o PIB do terceiro trimestre, impactando também a projeção para o trimestre à frente. Para o PIB da agropecuária, a projeção de crescimento foi revisada de 8,3% para 9,5%, repercutindo novas estimativas de safra e abate. A previsão para o PIB da indústria caiu marginalmente, passando de 1,4% para 1,3%, principalmente como reflexo do quadro hídrico e do desempenho da indústria de transformação. Para o PIB de serviços, também houve ligeira revisão para baixo, de 2,1% para 1,9%, repercutindo a desaceleração no mercado de crédito e trabalho, impactando, sobretudo, atividades mais sensíveis ao ciclo.

**Para 2026, a previsão de crescimento seguiu em 2,4%, permanecendo em cerca de 2,6% para os anos seguintes.** Mesmo com a revisão para baixo projetada para o PIB de 2025, o crescimento esperado para 2026 permaneceu em 2,4%. Ao longo do ano, espera-se que a política monetária se torne menos contracionista, contribuindo para tornar o mercado de crédito menos restritivo junto com políticas de crédito habitacional e ao trabalhador.

**No próximo ano, a expectativa é de desaceleração da atividade agropecuária, mais que compensada pela maior expansão esperada para a indústria e os serviços.** Para o PIB agropecuário, projeta-se inicialmente expansão de cerca de 0,8%. Embora o plantio e a colheita de diversas culturas possam ser prejudicados por secas trazidas pelo *La Niña* no fim de 2025 e começo de 2026, a expectativa ainda é de novo recorde de produção de soja no ano. Em contrapartida, a contribuição da pecuária deve ser limitada, refletindo a expectativa de menor abate de fêmeas bovinas. Para a indústria, a expansão projetada é de 1,8% em 2026. A produção extrativa deverá continuar a crescer a taxas robustas no

próximo ano, enquanto a transformação e a construção podem se beneficiar de políticas relacionadas à transformação ecológica e de crédito habitacional, além da redução nos juros. Para o PIB de serviços, o crescimento esperado é de 2,2%, pouco acima do projetado para 2025. A reforma tributária da renda tem potencial de elevar a renda média disponível, impulsionando junto ao pagamento de precatórios o comércio e outras atividades de serviços. Em paralelo, o avanço na digitalização tende a contribuir para nova expansão de atividades de informação e comunicação e financeiras, assim como já se verifica em outras economias.

**A expectativa mediana do mercado para o crescimento se manteve em 2,2% para 2025, caiu de 1,9% para 1,8% em 2026 e permaneceu em 1,9% para 2027.** Para 2025, a expectativa de crescimento no Focus se mantém relativamente constante desde meados de junho, mesmo após a publicação do PIB no segundo trimestre, e atualmente é similar à previsão de crescimento da SPE.

#### Projeção para PIB do terceiro trimestre de 2025 e para 2025, por setor produtivo - %

|                     | % Trimestral |      | % Interanual |      | % Acumulada 4T |      | 2025 | 2026 |
|---------------------|--------------|------|--------------|------|----------------|------|------|------|
|                     | 2T25*        | 3T25 | 2T25         | 3T25 | 2T25           | 3T25 |      |      |
| <b>PIB</b>          | 0,3          | 0,3  | 2,2          | 1,9  | 3,2            | 2,6  | 2,2  | 2,4  |
| <b>Agropecuária</b> | -0,6         | 0,1  | 10,1         | 8,5  | 5,8            | 8,0  | 9,5  | 0,8  |
| <b>Indústria</b>    | 0,6          | 0,3  | 1,1          | 1,0  | 2,4            | 1,7  | 1,3  | 1,8  |
| <b>Serviços</b>     | 0,3          | 0,4  | 2,0          | 1,7  | 2,9            | 2,3  | 1,9  | 2,2  |

\*Considera dessazonalização até terceiro trimestre de 2025.

#### **Boxe - Impacto das tarifas sobre as exportações brasileiras e o Plano Brasil Soberano**

**A imposição de tarifas adicionais pelos Estados Unidos sobre produtos brasileiros, em vigor desde agosto de 2025, já impactou negativamente as exportações brasileiras.** De agosto a outubro, as exportações brasileiras para os Estados Unidos caíram cerca de US\$ 2,5 bilhões, ou 24,9%, comparativamente ao mesmo período do ano anterior. A queda interanual das exportações foi se acentuando, atingindo 16,5% em agosto, 19,4% em setembro e 37,9% em outubro. Dentre os produtos com quedas mais relevantes nas exportações nesses três meses, estão o petróleo bruto (US\$ -404 milhões, queda interanual de -30,3%), a carne bovina congelada (US\$ -165,2 milhões, queda de 60,5%), a celulose de eucalipto (US\$ -126 milhões, queda de 33,0%), o ferro bruto (US\$ -119 milhões, queda de 27,8%) e o açúcar de cana refinado (-91,6%, US\$ -111 milhões).

**Apesar da retração nas exportações para os Estados Unidos, as exportações totais brasileiras seguiram crescendo.** Na comparação interanual, as vendas externas



cresceram US\$ 5,5 bilhões, ou 6,4%, de agosto a outubro (2,8% em agosto, 7,1% em setembro e 9,1% em outubro). A recomposição, nesses três meses, foi puxada principalmente por novos fluxos para a Argentina (22,0%) e China (25,7%), que somados representaram um acréscimo de US\$ 6,5 bilhões, valor superior à queda registrada nas vendas aos EUA.

**O redirecionamento comercial foi substancial em alguns segmentos.** Para a Argentina, destaca-se o crescimento das exportações de automóveis, caminhões-trator, energia elétrica e veículos de carga leve. Para a China, houve aumento nas exportações de soja, carne bovina, petróleo bruto e minério de ferro. Esses movimentos indicam uma recomposição dinâmica da pauta exportadora e dos mercados de destino, que em parte repercutem as políticas de apoio e de estímulo ao setor exportador implementadas pelo Governo Federal. Por meio do Plano Brasil Soberano, até o início de novembro de 2025, foram aprovadas 517 operações de crédito, totalizando R\$ 7,1 bilhões, sendo R\$ 4,0 bilhões destinados à diversificação de mercados e R\$ 3,1 bilhões ao capital de giro tradicional. Por porte, 126 grandes empresas e 391 médias, pequenas e microempresas foram atendidas, com destaque para empresas da indústria de transformação (R\$ 5,9 bilhões), de comércio e serviços (R\$ 0,8 bilhão), da agropecuária (R\$ 0,4 bilhão) e da indústria extrativa (R\$ 0,1 bilhão).

**As medidas de apoio foram recentemente aprimoradas para ampliar o alcance e a efetividade do programa.** Mais recentemente, atualização da Portaria Conjunta MF/MDIC nº 17, de 22 de agosto de 2025, reduziu de 5% para 1% o percentual mínimo de faturamento vinculado às exportações afetadas pelas tarifas adicionais e regulamentou a inclusão de fornecedores de bens e insumos para empresas exportadoras que tenham até 5% do faturamento impactado pelas tarifas norte-americanas entre os beneficiários das linhas de crédito. A medida buscou abranger um número maior de empresas inseridas nas cadeias produtivas voltadas à exportação, garantindo a continuidade das atividades econômicas, a preservação de empregos e a mitigação dos efeitos do choque tarifário, com as respectivas alterações introduzidas na Resolução CMN nº 5.242/2025.

**Medidas de diversificação e apoio governamental têm limitado os impactos das tarifas norte-americanas sobre o setor exportador.** O impacto das tarifas norte-americanas vem sendo parcialmente compensado pela diversificação de mercados e pelo conjunto de políticas de apoio implementadas, relevantes para sustentar a capacidade produtiva, a geração de empregos e a resiliência do setor exportador, além de amparar as contas externas brasileiras. Após o encontro entre os presidentes Lula e Trump, em outubro, o cenário prospectivo conta também com a possibilidade de novos acordos comerciais entre os países, podendo beneficiar ainda mais as exportações brasileiras.

# Inflação

## *IPCA mais próximo do intervalo superior da meta*

**A inflação medida pelo IPCA caiu de 5,1% em agosto para 4,7% em outubro, repercutindo principalmente a desaceleração nos preços de alimentos e bens industriais.** No período, a inflação de alimentação no domicílio recuou de 7,0% para 4,5%, refletindo, majoritariamente, a desaceleração nos preços de carnes, café e leite. Também houve recuo na inflação de bens industriais, de 3,3% em agosto para 3,0% em outubro, repercutindo a deflação mais acentuada de aparelhos eletroeletrônicos e a desaceleração nos preços de produtos de higiene pessoal. A inflação de monitorados se manteve constante de agosto a outubro, com a redução na inflação das tarifas de energia elétrica, explicada principalmente pela mudança de bandeira, sendo compensada por maiores tarifas de ônibus urbano e emplacamento e licença e pelo aumento nos preços da gasolina.

**De agosto a outubro, destaca-se também a redução na inflação de serviços subjacentes, apesar da inflação de serviços ter se mantido praticamente estável.** Enquanto os preços de serviços passaram de 6,1% em agosto para 6,2% em outubro, a inflação de serviços subjacentes caiu de 6,7% para 6,3%. Essa redução foi observada para itens intensivos em trabalho, como conserto de automóvel; e para itens sensíveis a inércia, como seguro voluntário de veículo e alimentação fora do domicílio. Essa dinâmica pode estar associada à desaceleração no ritmo de crescimento e ao recente desaquecimento no mercado de trabalho, além da desinflação que vem sendo observada para os preços de alimentos e outros itens.

**Para 2025, a projeção de inflação medida pelo IPCA caiu de 4,8% para 4,6%.** Assim como nos meses anteriores, a revisão repercutiu efeitos defasados do real mais apreciado nos preços; a menor inflação no atacado agropecuário e industrial comparativamente à esperada; e o excesso na oferta de bens em escala mundial como reflexo de mudanças no comércio internacional. Nos últimos meses, a menor expectativa de inflação pode ser associada ainda à desaceleração no ritmo de crescimento econômico, vetor que também contribui para explicar a redução na inflação projetada para a média das cinco principais medidas de núcleo em 2025, de 4,9% para 4,7%. Importante notar que essas previsões consideram bandeira tarifária amarela para a energia elétrica em dezembro. Se, contudo, a bandeira for verde, crescem as chances de inflação dentro do intervalo da meta ainda em 2025.

**Para 2026 e 18 meses à frente, as projeções para a inflação medida pelo IPCA também recuaram.** Devido a efeitos iniciais e defasados da política monetária, além de definições de reajustes para alguns itens monitorados, a projeção para a inflação de 2026 foi revisada para baixo, passando de 3,6% para 3,5%. Para o horizonte relevante da política monetária, no segundo trimestre de 2027, a expectativa é de que a inflação recue para 3,2%. Em seguida, projeta-se inflação convergindo para a meta.



**Para a inflação medida pelo INPC, a projeção para 2025 caiu de 4,7% para 4,5%.** Até outubro, o INPC aponta inflação de 4,5%, inferior em cerca de 0,2 ponto percentual àquela medida para o IPCA. Essa diferença deve se estreitar apenas marginalmente até o final do ano.

**A previsão para a inflação medida pelo IGP-DI recuou de 2,6% para 1,4% em 2025.** De agosto a outubro, a variação acumulada em doze meses desse índice caiu de 3,0% para 0,7%, repercutindo principalmente a desaceleração dos preços no atacado. No período, seguiram como destaque a desaceleração dos preços de bovinos e de produtos alimentícios, principalmente carnes, além de deflação mais acentuada da soja.

**A projeção mediana do Focus para a inflação medida pelo IPCA também caiu para 2025 e para os anos posteriores.** Para 2025, as estimativas de mercado apontam inflação de 4,5%, ante 4,8% em meados de agosto. Em termos de magnitude, a revisão no cenário projetado para o IPCA pelo Focus foi superior à revisão feita pela SPE, tornando as expectativas muito próximas. A revisão está relacionada à redução na cotação esperada do real frente ao dólar no final do ano, de R\$/US\$ 5,55 em meados de agosto para cerca de R\$/US\$ 5,41 atualmente. Para os anos posteriores, a projeção de inflação do Focus também caiu, passando de 4,3% para 4,2% em 2026 e de 3,9% para 3,8% em 2027, em convergência gradual para a meta.

# Prisma Fiscal

## *Indicadores Macrofiscais e Projeções*

**Houve, em setembro, um cancelamento de R\$ 12,14 bilhões de despesas primárias discricionárias do Poder Executivo para cumprimento do limite de gastos estipulado pela Lei Complementar nº 200/2023.** O Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (RARDP) do 4º bimestre – publicado em 22 de setembro de 2025 – procedeu o bloqueio de dotações de R\$ 12,14 bilhões, sem que houvesse necessidade de contingenciamento. O bloqueio foi decorrente do aumento na projeção de despesas obrigatórias sujeitas ao limite (elevação de R\$ 1,4 bilhão em relação ao 3º bimestre). Na ocasião, não foi necessário realizar o contingenciamento de despesas, uma vez que o déficit primário estimado para 2025 de R\$ 30,2 bilhões (já considerando as compensações legais da meta de resultado primário) é menor que o limite inferior da meta (déficit de R\$ 31 bilhões). A meta fiscal estipulada na Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2025 (LDO 2025) é de déficit zero.

**O PIB cresceu 0,4% no segundo trimestre de 2025 em comparação com o trimestre anterior, e o Fundo Monetário Internacional (FMI) elevou, novamente, sua projeção de crescimento para o ano, situando-a em 2,4%.** O comportamento da atividade econômica influencia as variáveis fiscais, seja pelo efeito na arrecadação dos tributos, seja pelo indicador de endividamento público (DBGG/PIB). A arrecadação federal bateu recorde no mês de setembro, conforme informado pela Receita Federal do Brasil, induzida, entre outros fatores, pelo comportamento dos indicadores macroeconômicos e pela elevação de arrecadação de IOF (em virtude da alteração da legislação por meio do Decreto nº 12.499/2025).

**A MP 1303/2025 – que previa mudanças na tributação de investimentos, aplicações financeiras e ativos virtuais no País para compensar a perda de arrecadação do IOF – perdeu a vigência em 08 de outubro, uma vez que não foi votada pelo Congresso Nacional dentro do prazo constitucional.** A Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 1.303 estimava um aumento de receita na ordem de R\$ 10,6 bilhões em 2025; R\$ 20,87 bilhões em 2026; R\$ 11,7 bilhões em 2027 e R\$ 9,1 bilhões em 2028. Para compensar a perda de arrecadação com a queda da MP e garantir o cumprimento das metas fiscais estabelecidas, o governo federal tem buscado novas alternativas, com a proposição de medidas em outros projetos de leis.

**Foi aprovado, no Congresso Nacional, o Projeto de Lei nº 1087/2025, que busca corrigir distorções no IRPF, ao isentar do pagamento do imposto os indivíduos com rendimentos mensais de até R\$ 5.000,00 e reduzir o imposto de quem ganha até R\$7.350,00 mensais, ao passo que institui uma alíquota mínima para altas rendas.** A medida, em conjunto, é fiscalmente neutra, uma vez que a desoneração dos contribuintes de mais baixa renda é compensada pela cobrança de alíquota mínima para



altas rendas. Não há efeito da reforma da renda em 2025, visto que entrará em vigor em janeiro de 2026.

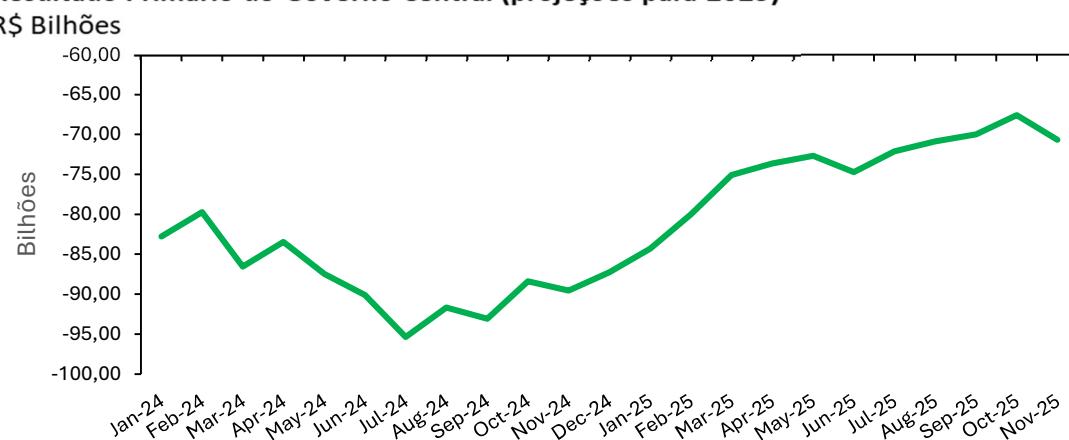
**O encerramento do exercício financeiro de 2025 se aproxima e, a par de todos esses fatores conjunturais, as estimativas em torno das variáveis fiscais são ajustadas por parte das instituições participantes do Sistema PRISMA Fiscal.** Este último Boletim do ano analisa como se comportaram as projeções das variáveis fiscais no Prisma nos últimos meses, após publicação do relatório do mês de setembro.

**Em novembro, as projeções de mercado para o resultado primário de 2025 apresentaram pequena elevação no déficit estimado quando comparadas às estimativas encaminhadas em setembro, permanecendo, todavia, acima do piso da meta.** As estimativas constantes do último Relatório Mensal do mês de novembro apontam para um déficit primário em 2025 de R\$ 70,64 bilhões, o que corresponde a 0,56% do PIB estimado pelas entidades participantes do Sistema PRISMA Fiscal. Em setembro, o déficit projetado era de R\$69,99 bilhões. Durante todo o ano de 2025, registrou-se trajetória consistente de reduções na projeção de déficit primário para o ano, exceções feitas para as estimativas encaminhadas nos meses de junho e novembro de 2025. Se comparado com as projeções encaminhadas em julho de 2024, de déficit de R\$95,34 bilhões - quando é verificado o pior resultado da série para o primário de 2025 - o valor estimado de déficit em novembro deste ano é R\$ 24,70 bilhões acima do valor projetado naquele momento. No mês de outubro, registrou-se a menor expectativa de déficit primário para 2025 desde o início da série em janeiro de 2024, no montante de R\$67,56 bilhões.

**As instituições de mercado seguem projetando cumprimento da meta fiscal em 2025.** As estimativas encaminhadas não consideram a dedução do pagamento de precatórios para fins de verificação do cumprimento da meta fiscal, no montante de R\$43,26 bilhões. Dessa forma, a mediana das projeções de mercado para o déficit primário em 2025 encontra-se, atualmente, acima do limite inferior da meta de resultado primário (R\$30,97 bilhões), prevendo um déficit, com compensação, de R\$27,38 bilhões.

**Não obstante a pequena elevação do déficit projetado, houve melhora nas expectativas de arrecadação das receitas federais, bem como da receita líquida do Governo Central.** Essas duas variáveis apresentaram elevação de estimativas em novembro, quando comparadas com as projeções enviadas em setembro. As previsões para a Arrecadação das Receitas Federais em 2025 aumentaram de R\$2,884 trilhões em setembro para R\$2,887 trilhões em novembro. Da mesma forma, as estimativas para Receita Líquida do Governo Central saíram de R\$2,325 trilhões em setembro para R\$2,328 trilhões em novembro. Por outro lado, o comportamento da Despesa Total do Governo Central manteve-se constante em R\$2,39 trilhões, desde junho de 2025.

## Resultado Primário do Governo Central (projeções para 2025)

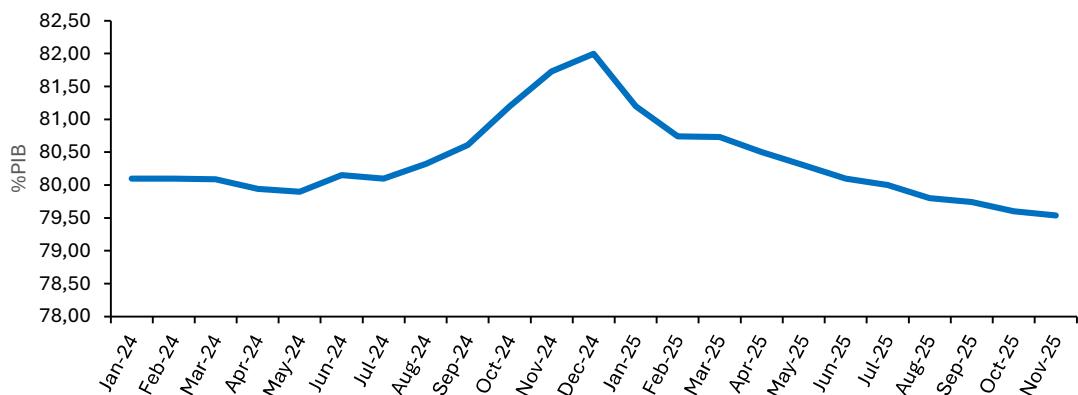


Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

**Mesmo em um contexto de juros elevados, as estimativas de endividamento seguem em queda.** No último Boletim Macrofiscal, de setembro de 2025, a DBGG esperada para este ano era de 79,74% do PIB, enquanto, em novembro de 2025, registrou-se redução da expectativa em 0,2 p.p. Em 31 de outubro de 2025, foram divulgadas as estatísticas fiscais do Banco Central do Brasil a respeito da Dívida Bruta do Governo Geral, indicando que a DBGG atingiu 78,1% do PIB (R\$ 9,7 trilhões) em setembro de 2025, aumento de 0,6 p.p. do PIB em relação ao mês anterior.

**As estimativas de mercado para a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) em 2025 apresentam trajetória de queda desde dezembro de 2024, principalmente devido às revisões altistas nas perspectivas de crescimento e de queda quanto à inflação.** Ao final de 2025, nota-se que a queda nas projeções da DBGG/PIB para 2025 pode ser explicada, sobretudo, pelas revisões altistas na expectativa de crescimento do PIB das instituições de mercado, bem como pelas revisões para baixo quanto às perspectivas de inflação. Sabe-se que uma inflação elevada encarece o serviço da dívida, uma vez que as taxas de juros aplicadas sobre os títulos públicos deverão compensar o impacto da corrosão inflacionária, bem como incorporar um prêmio de risco aos credores, por conta da maior volatilidade e incertezas trazidas pelo ambiente inflacionário. Após um período de elevação acentuada nas projeções a respeito da DBGG (de maio de 2024 a dezembro de 2024), as estimativas para este indicador passaram a apresentar queda sistemática e agora se encontram no menor patamar desde o início da série. Em janeiro de 2024, mês de início da série, a mediana das expectativas para a DBGG de 2025 correspondia a 80,10% do PIB previsto. Já em dezembro de 2024, alcançou o patamar de 82,00% do PIB. No entanto, a última coleta do mês de novembro de 2025 prevê uma DBGG de 79,54% do PIB, representando uma queda de 0,56p.p. frente ao patamar projetado ao final do ano anterior.

## Dívida Bruta do Governo Geral (projeções para 2025) - %PIB



Fonte: Sistema PRISMA Fiscal/SPE-MF

**As projeções para 2026 mostram melhora em relação às expectativas de Resultado Primário e DBGG.** Comparando as estimativas enviadas no último Boletim, em setembro de 2025, nota-se que as instituições participantes do Sistema PRISMA Fiscal projetam redução do déficit primário para 2026, bem como menor endividamento. Em setembro de 2025, estimava-se déficit de R\$ 81,82 bilhões, enquanto, em novembro, as projeções foram reduzidas para déficit de R\$ 75,44 bilhões, decréscimo de R\$ 6,38 bilhões. Ainda não foi votado, no Congresso Nacional, o Projeto de Lei Orçamentária Anual de 2026 (PLOA 2026, enviado pelo Poder Executivo em agosto deste ano) que estipula meta de resultado primário do Governo Central de superávit de 0,25% do PIB para o próximo ano. Desse montante, devem ser compensados os valores do pagamento de precatórios para fins de aferição da meta, o que não é capturado pelo resultado primário deficitário projetado pelas instituições participantes.

**Quando se analisam as projeções da Dívida Bruta, comportamento semelhante é verificado.** As estimativas encaminhadas no último Boletim de setembro previam que, em 2026, a DBGG alcançaria o patamar de 83,80% do PIB. No entanto, o Relatório Prisma de novembro mostra que as expectativas dos agentes de mercado para este indicador no próximo ano apresentaram declínio para 83,70% do PIB, redução de 0,10 p.p.

## Projeções do Prisma Fiscal (mediana)

|  | 2025   |        | 2026   |        |
|--|--------|--------|--------|--------|
|  | Set/25 | Nov/25 | Set/25 | Nov/25 |
| <b>Resultado Primário</b><br>(R\$ bilhões)         | -69,99 | -70,64 | -81,82 | -75,44 |
| <b>Dívida Bruta do Governo Geral</b><br>(% do PIB) | 79,74  | 79,54  | 83,80  | 83,70  |



## Equipe econômica

### Ministro da Fazenda

Fernando Haddad

### Secretário da Política Econômica

Guilherme Santos Mello

### Subsecretaria de Política Macroeconômica

Raquel Nadal

### Subsecretaria de Política Fiscal

Débora Freire

### Coordenadores e Assessores

Ana Paula Guidolin

Anderson Matheus Santos Nunes Tinoco

Carlos Henrique Coêlho de Andrade

Elder Linton Alves de Araújo

Felipe Soares Luduvice

Gustavo Miglio de Melo

Lorena Silva Brandão

Olga Hianni Portugal Vieira

Rafael de Acypreste Monteiro Rocha

Rafael de Azevedo Ramires Leão

Tereza Cleise da Silva de Assis

### Estagiários

Ana Caroline Alves Ribeiro

Ítalo Davi Veras de Carvalho da Silva

João Antônio Henrique Franklin

Pedro Henrique Amorim Rocha

### Auxiliares administrativas

Lilian Cavalcante Souto

Musa Ferreira Gomes Lara

### Projeto gráfico e diagramação

André Oliveira Nóbrega