

UPDATE

BOLETIM FISCAL DOS ESTADOS BRASILEIROS

2ª EDIÇÃO

BOLETIM FISCAL DOS ESTADOS BRASILEIROS

UPDATE - 2ª EDIÇÃO

Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento

Diretor-Presidente

Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

Diretores

André Tosi Furtado
Claudia Sousa Leitão
Wilson Vieira

Gerente Geral

Ana Carolina Arroio

Secretário Executivo

Claudio Miranda Correa

Conselho Deliberativo

Alexandre de Freitas Barbosa
Ângela Nascimento
Antônio Porfírio de Matos Neto
Fernando Augusto Mansor de Mattos
Flávio Alfredo Gaitán
Francisco de Sales Gaudêncio
Helena Maria Martins Lastres
Luiz Fernando Rodrigues de Paula
Maria Mello de Malta
Vera Alves Cepêda

Conselho Fiscal

Carla Curty do N. M. Pereira
Fábio Guedes Gomes
Glauber Cardoso Carvalho
Paulo Sérgio Fracalanza
Victor Leonardo F. Carvalho de Araújo

Comitê Nacional de Secretários de Fazenda, Finanças, Receita ou Tributação dos Estados e do Distrito Federal

Presidente

Flávio César

Secretários

Alex Del Giglio
Amarísio Freitas
Benicio Costa
Carlos Eduardo Xavier
Cleverson Siewert
Donizeth Silva
Emílio Joaquim de Oliveira Júnior
Fabrício Gomes Santos
Flávio Cesar Mendes de Oliveira
Francisco Sérvulo
Jesus Vidal
Juliano Pasqual
Luis Fernando Pereira da Silva
Luiz Claudio Gomes
Manoel Sueide Freitas
Manoel Vitorio da Silva Filho
Marcellus Ribeiro Alves
Marialvo Laureano dos Santos Filho
Ney Ferraz Júnior
Norberto Anacleto Ortigara
Pricilla Maria Santana
Renata dos Santos
René de Oliveira e Sousa Júnior
Rogério Gallo
Samuel Yoshiaki Oliveira Kinoshita
Sarah Tarsila Araújo Andreozzi
Wilson José de Paula

Diretor Institucional

André Horta Melo

Grupo de Gestores das Finanças Estaduais – GEFIN

Presidente

Célia Maria Silva Carvalho

Vice-Presidente

Augusto de Oliveira Monteiro

Coordenador Administrativo e Financeiro

João Carlos Souza Marques

Coordenador de Tecnologia e Comunicação

Wagner Capelli

Copyright © 2025 dos autores
Todos os direitos desta edição reservados ao

Comitê Nacional de Secretários de Fazenda, Finanças, Receita ou Tributação dos Estados e do Distrito Federal (Comsefaz) e Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento (CICEF)

Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento é uma associação civil de direito privado sem fins lucrativos, reconhecida como ICT (Instituto de Ciência e Tecnologia), cujos objetivos são: a documentação, o estudo e o debate do desenvolvimento do Brasil em todas as suas dimensões, em especial as sociais, políticas e regionais.

**Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)**

Update 2 [livro eletrônico] : boletim fiscal dos Estados brasileiros (outubro 2025) / coordenação Carlos Pinkusfeld Bastos...[et al.]. -- Rio de Janeiro : Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento - CICEF, 2025.

PDF

Outros coordenadores: Célia Maria Silva Carvalho, Fernando Maccari Lara, João Carlos Souza Marques. Vários colaboradores.

ISBN 978-65-85327-08-4

1. Brasil - Aspectos econômicos 2. Crescimento econômico 3. Desenvolvimento econômico - Aspectos sociais 4. Desenvolvimento regional 5. Economia - Brasil 6. Relatórios I. Bastos, Carlos Pinkusfeld II. Lara, Fernando Maccari. III. Marques, João Carlos Souza.

24-242357

CDD-330.981

Índice para Catálogos Sistemáticos

1. Brasil : Desenvolvimento : Economia 330.981
Eliete Marques da Silva - Bibliotecária - CRB-8/9380

Coordenação Geral:

Carlos Pinkusfeld Bastos
Célia Maria Silva Carvalho
Fernando Maccari Lara
João Carlos Souza Marques

Coordenação Análise de Contas Nacionais:

Guilherme Haluska Rodrigues de Sá

Coordenação Análise Fiscal:

André Aranha

Equipe de Pesquisa:

Augusto Barros Zanardini
Bruno Paim
Bruno Pereira
Bruno Rodas Oliveira

Carin Caroline Deda Malhadas
Fernando Ferraz
Hugo Bertha Bastos
Joana David Avritzer
Luís Berner
Maria Clara Vieira Paiva
Nathalie Marins
Simone Mello de Paula

Revisão Técnica

Flávio Arantes

Revisão de Texto

Clarisse Mourão

Diagramação e Capa

Paula Lima de Melo

Comsefaz

SCS Quadra 9, Lote C, Torre B, Sala 703B, Edifício Parque Cidade Corporate, Asa Sul, Brasília -DF, CEP: 70.308-200
<https://comsefaz.org.br/> | comsefaz@comsefaz.org.br

Centro Internacional Celso Furtado De Políticas Para O Desenvolvimento

Av. Rio Branco, 124 – Edifício Edison Passos, 13º andar, sala 1304
Centro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil. CEP: 20040-001
<http://www.centrocelsofurtado.org.br/> | secretaria@centrocelsofurtado.org.br

SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO	6
ANÁLISE 2º TRIMESTRE DE 2025 (2º UPDATE) – CONTAS NACIONAIS E TRIMESTRAIS E PESQUISAS MENSAS DO IBGE	8
EVOLUÇÃO DO CÂMBIO E DAS CONTAS EXTERNAS NO BRASIL - 1º SEMESTRE DE 2025	34
FINANÇAS PÚBLICAS FEDERAIS	41
CRÉDITO	53
INFLAÇÃO	56
ANÁLISE DAS FINANÇAS ESTADUAIS	59
ESTIMATIVA PARA O CRESCIMENTO DO PIB 2025	95
CONCLUSÃO	101
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	103

APRESENTAÇÃO

Este *Update* tem como objetivo atualizar e aprofundar a análise apresentada na edição do **Boletim Fiscal dos Estados Brasileiros**, publicada em junho de 2025, incorporando as informações mais recentes sobre a evolução da economia brasileira no primeiro semestre do ano. Com base em dados oficiais, este *Update* busca oferecer uma visão integrada sobre o desempenho da atividade econômica, do mercado de trabalho, das contas externas, do crédito, dos resultados do governo central, da inflação e das perspectivas de crescimento do **Produto Interno Bruto (PIB)** até o final de 2025.

O relatório inicia-se com a análise dos dados do PIB do segundo trimestre de 2025, que confirmam a tendência de desaceleração da economia. Para uma análise complementar às Contas Nacionais, são apresentados os resultados das **Pesquisas Mensais de Serviços, Indústria e Comércio**.

Observam-se, além da convergência em relação à tendência geral de desaceleração, particularidades setoriais que auxiliam e reforçam a análise mais ampla das Contas Nacionais.

DADOS DO PIB

A seguir, analisa-se o comportamento do mercado de trabalho que, a despeito da desaceleração macroeconômica, manteve-se aquecido: a taxa de desocupação atingiu novos mínimos históricos em junho de 2025, acompanhada de leve recuperação da força de trabalho, sinalizando que não houve aumento do desalento.

Este *Update* também inaugura uma nova seção dedicada à evolução do câmbio e das contas externas. No período analisado, a moeda brasileira apresentou um movimento consistente de valorização no primeiro semestre de 2025, revertendo a tendência de depreciação observada em 2024. Ainda que os déficits em conta corrente tenham permanecido elevados em função do déficit na conta de rendas, as condições externas favoráveis e o elevado diferencial de juros domésticos impulsionaram a valorização do real frente ao dólar.

A análise das finanças públicas federais atualiza os resultados fiscais do governo central até o terceiro bimestre de 2025, detalhando sua conformidade com o **Regime Fiscal Sustentável**. São examinados o comportamento das despesas – tanto em termos do cumprimento dos limites de crescimento quanto em relação ao resultado primário.

Outro tema abordado neste *Update* diz respeito ao **crédito**. As evidências reforçam a forte sensibilidade de categorias como crédito imobiliário, crédito pessoal e financiamento para aquisição de bens à elevação da **taxa Selic**. Essa relação é especialmente relevante para a estimativa do crescimento do PIB em 2025, baseada no **modelo do supermultiplicador**, no qual o crescimento é liderado

pelos gastos autônomos que não criam capacidade produtiva para o setor privado – como o consumo financiado por crédito, o investimento residencial, as exportações e os gastos do governo. Utilizando esse referencial teórico, são apresentadas projeções para o crescimento do PIB brasileiro em 2025, a partir da análise do desempenho dos gastos autônomos e dos parâmetros estruturais da economia.

A análise das finanças dos entes estaduais é realizada com base nos dados divulgados nos Relatórios Resumidos de Execução Orçamentária (RREO) até o 3º bimestre e nos Relatórios de Gestão Fiscal (RGF) até o 1º quadrimestre. Os resultados são apresentados individualmente por Unidade da Federação (UF), além de agrupados por recortes regionais e em resultado agregado nacional. As duas primeiras seções abordam o comportamento das receitas e despesas, destacando suas variações reais no período avaliado em comparação ao mesmo recorte temporal do ano anterior, detalhando os principais componentes que influenciaram os resultados observados. Encerrando a seção dedicada aos entes estaduais, são apresentados os resultados primários, os níveis de endividamento e de disponibilidade de caixa.

Por fim, analisa-se a dinâmica recente da inflação, cuja trajetória permanece em declínio. Após atingir um pico no início de 2025, o **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)** vem apresentando desaceleração, favorecido pela queda dos preços de algumas *commodities* e pela valorização cambial.

Em conjunto, as análises apresentadas neste documento oferecem um quadro atualizado da conjuntura macroeconômica e fiscal brasileira em 2025, destacando tanto os avanços recentes quanto os desafios que se impõem para os próximos meses.

ANÁLISE 2º TRIMESTRE DE 2025 (2º UPDATE) – CONTAS NACIONAIS E TRIMESTRAIS E PESQUISAS MENSAS DO IBGE

Descrição dos Componentes da Demanda e Oferta – 2º Trimestre de 2024

Como ponto de partida para as próximas seções, analisam-se, inicialmente, os dados agregados relativos às principais categorias do **Sistema de Contas Nacionais Trimestrais (SCNT)**, complementados, em um segundo momento, por informações mais recentes e específicas das pesquisas mensais do **Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)**, incluindo recortes regionais.

Os resultados do segundo trimestre de 2025 do SCNT confirmam as principais tendências e projeções apresentadas no *Boletim Fiscal dos Estados Brasileiros – 2ª Edição* (abril de 2025). Em especial, observa-se a continuidade da tendência de desaceleração, embora

não tenham sido registradas quedas expressivas na taxa de crescimento do produto.

No segundo trimestre de 2025, o **Produto Interno Bruto (PIB)** cresceu **0,4%** em relação ao primeiro trimestre do ano, considerando a série já ajustada sazonalmente. O resultado superou levemente as expectativas do mercado, que projetavam, em média, expansão de **0,3%**.¹

Ainda assim, confirma-se a tendência de perda de dinamismo da economia, refletida não apenas no recuo da taxa anualizada de crescimento do PIB – de 3,5% para 3,2% –, mas também no comportamento dos componentes da demanda agregada, analisado em maior detalhe nas seções seguintes.

Pelo lado da oferta, atividades menos atreladas ao ciclo econômico, como agropecuária e indústrias extrativas, mantiveram-se como destaques positivos. No comparativo interanual, a agropecuária avançou 10,1%, impulsionada pelo excelente desempenho das colheitas de soja, milho, arroz, algodão e café. Já as indústrias extrativas cresceram 8,7%, refletindo a maior produção de petróleo, gás natural e minério de ferro. Na série dessazonalizada, esse ramo foi o único a registrar expansão dentro do setor industrial (5,4%), respondendo pelo avanço de 0,5% no PIB da indústria e compensando o desempenho modesto dos demais segmentos.

¹ Conforme levantamento da agência de notícias Reuters. Disponível em: <https://www.reuters.com/world/americas/brazils-economy-slows-sharply-second-quarter-still-beats-forecasts-2025-09-02/>. Acesso em: 11 set. 2025.

No setor de serviços, responsável por cerca de 70% do valor adicionado do PIB, o crescimento interanual foi disseminado, com destaque para o segmento de informação e comunicação (6,4%). Na margem – isto é, na comparação entre o segundo trimestre e o primeiro trimestre de 2025 –, as atividades de intermediação financeira e seguros (2,1%), informação e comunicação (1,2%) e transporte, armazenagem e correio (1,0%) sustentaram a expansão de 0,6%, mesmo diante da retração observada na administração pública.

27 – Contas Nacionais Trimestrais, 2025/2º trimestre

Componentes	2T2025 - Variação (%)			
	Trimestre/ trimestre anterior (dessazonalizado)	Trimestre/ igual tri- mestre do ano ante- rior	Acumula- do no ano/ acumulado no mesmo período do ano ante- rior	Acumulado quatro tri- mestres/ quatro trimestres anteriores
Oferta				
Agropecuária	-0,1	10,1	10,1	5,8
Indústria	0,5	1,1	1,7	2,4
Serviços	0,6	2,0	2,0	2,9
VA (Preços Básicos)	0,3	2,4	2,6	3,0
PIB	0,4	2,2	2,5	3,2

Demanda				
Consumo das Famílias	0,5	1,8	2,2	3,4
Consumo do Governo	-0,6	0,4	0,7	1,0
Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF)	-2,2	4,1	6,6	8,3
Exportação	0,7	2,0	1,6	1,2
Importação	-2,9	4,4	9,0	12,8

Fonte: IBGE, 2025. Elaboração dos autores, 2025.

Demanda

Na ótica da despesa, registrou-se aumento no consumo das famílias (0,5%) – ainda que em desaceleração – e retrações na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) (-2,2%) e no consumo do governo (-0,6%). Com isso, a demanda interna final decresceu 0,3% no segundo trimestre, após alta de 1,0% nos três primeiros meses do ano.

Em termos interanuais, o consumo do governo (0,4%) e das famílias (1,8%) apresentaram expansão inferior à projetada em grande parte dos relatórios. Em contrapartida, o desempenho da FBCF (4,1%)

superou as expectativas. As exportações também aceleraram, passando de 1,2% no primeiro trimestre de 2025 para 2,0% no segundo.

Assim como no indicador anterior, no acumulado do semestre e dos últimos quatro trimestres, a performance da FBCF novamente foi a mais expressiva entre os componentes da demanda agregada, com variação positiva de 6,6% e 8,3%, respectivamente. O consumo das famílias ficou em segundo lugar, com expansões de 2,2% (acumulado semestral) e 3,4% (acumulado em quatro trimestres), seguido das exportações (1,6% e 1,2%) e do consumo do governo (0,7% e 1,0%), cujos desempenhos foram bem mais modestos.

Apesar de todos os dados se situarem no campo positivo, a informação que mais chama atenção neste relatório é o fato de a maioria dos componentes da demanda terem apresentado contribuições gradualmente decrescentes para o PIB, sinalizando uma clara desaceleração do crescimento econômico. Considerando a demanda interna final como um todo, sua contribuição para o crescimento interanual do PIB (2,2%) foi de 1,9 p.p., enquanto no trimestre anterior havia sido 3,4 p.p.. Quanto à expansão do produto no acumulado do semestre (2,5%), sua contribuição foi de 2,7 p.p.

Consumo das Famílias

O consumo das famílias, que desde 2024 se destacava pela contribuição ao crescimento agregado da economia, vem perdendo gradualmente fôlego. Se a média de crescimento trimestral (em

relação ao mesmo período do ano anterior) em 2024 havia sido de **4,8%**, em 2025 os resultados foram de **2,5%** no primeiro trimestre e **1,7%** no segundo. Considerando a comparação semestral, houve aumento de **2,2%** na despesa de consumo das famílias, enquanto, no acumulado em quatro trimestres, ainda se observa a inércia do bom desempenho de 2024, com elevação de **3,4%**.

A contribuição do consumo das famílias para o crescimento interanual do PIB (**2,2%**) foi de **1,2 p.p.**, reduzindo-se frente ao trimestre anterior (**1,6 p.p.**). Já em relação ao desempenho acumulado no semestre (**2,5%**), a contribuição foi de **1,4 p.p.**

A manutenção de um crescimento do consumo, ainda que em trajetória cadente, reflete o bom desempenho do mercado de trabalho – tanto em termos de emprego quanto de remuneração – como será apresentado neste *Update*. Entretanto, o atual cenário de elevadas taxas de juros parece não afetar de forma homogênea todos os segmentos do consumo, especialmente os de bens duráveis.

Compreender melhor o comportamento das diferentes modalidades de crédito é essencial para identificar os reais canais de transmissão da política monetária sobre a atividade econômica e avaliar, de forma quantitativa, sua contribuição efetiva ao desempenho da economia nacional. Esse aspecto será explorado em maior detalhe nas seções subsequentes, bem como considerado no modelo de simulação do PIB para 2025.

Consumo do Governo

Conforme previsto nos boletins anteriores, o desempenho do consumo do governo no segundo trimestre de 2025 foi modesto, registrando retração em relação ao primeiro trimestre do ano (-0,6%). Esse resultado reflete, em parte, a política fiscal mais restritiva observada no primeiro semestre de 2025, em comparação a 2024.

Convém ressaltar, entretanto, que esse dado das Contas Nacionais do IBGE se refere, basicamente, aos gastos correntes com bens e serviços utilizados na provisão de serviços públicos não mercantis (educação, saúde, segurança, defesa etc.), além da remuneração de servidores públicos. Por desconsiderar investimentos governamentais, pagamento de indenizações e precatórios, e transferências sociais, seu impacto sobre o crescimento da demanda e do PIB deve ser relativizado — aspecto que será abordado de forma mais abrangente em seções posteriores.

Na comparação com o segundo trimestre de 2024, o componente avançou 0,4%, demonstrando desaceleração em relação ao resultado do primeiro trimestre (1,1%). No acumulado do ano e dos últimos quatro trimestres, as taxas de variação foram de 0,7% e 1,0%, respectivamente, indicando perda de dinamismo frente ao trimestre anterior (1,2%).

A contribuição do consumo do governo para o crescimento interanual do PIB (2,2%) reduziu-se ligeiramente, passando de 0,2 p.p. no primeiro trimestre para 0,1 p.p. no segundo. No acumulado do semestre (2,5%), a contribuição é bastante reduzida (0,1 p.p.).

Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF)

Conforme antecipado, a FBCF apresentou retração de 2,2% no segundo trimestre, caracterizando a primeira queda desde o terceiro trimestre de 2023. Um fator específico por trás desse resultado foi a importação de uma plataforma de petróleo no primeiro trimestre, o que elevou a base de comparação (expansão de 3,2%) para o segundo trimestre. Como será detalhado adiante, é importante considerar o impacto do encarecimento do crédito sobre a construção civil.

Apesar de, na comparação interanual, a FBCF ter avançado 4,1%, houve forte desaceleração em relação ao resultado do primeiro trimestre de 2025 (9,1%). Quanto à contribuição para o crescimento interanual do PIB (2,2%), a FBCF respondeu por 0,7 p.p., situando-se abaixo da contribuição do trimestre anterior (1,6 p.p.). Já no acumulado semestral (2,5%), o impacto foi de 1,1 p.p.

A taxa de investimento no segundo trimestre de 2025 foi de 16,8% do PIB, patamar levemente superior ao observado no mesmo período de 2024 (16,6%).

Ainda em relação ao desempenho da FBCF e às perspectivas futuras – exploradas nas seções seguintes –, é relevante observar a evolução do grau de utilização da capacidade instalada na indústria. De acordo com as premissas teóricas adotadas neste boletim, o investimento privado não residencial é induzido pelo nível e pela taxa de crescimento da demanda, bem como pelas expectativas de expansão futura. Assim, a evolução do grau de utilização da capacidade instalada constitui um indicador relevante para a projeção do comportamento futuro da FBCF.

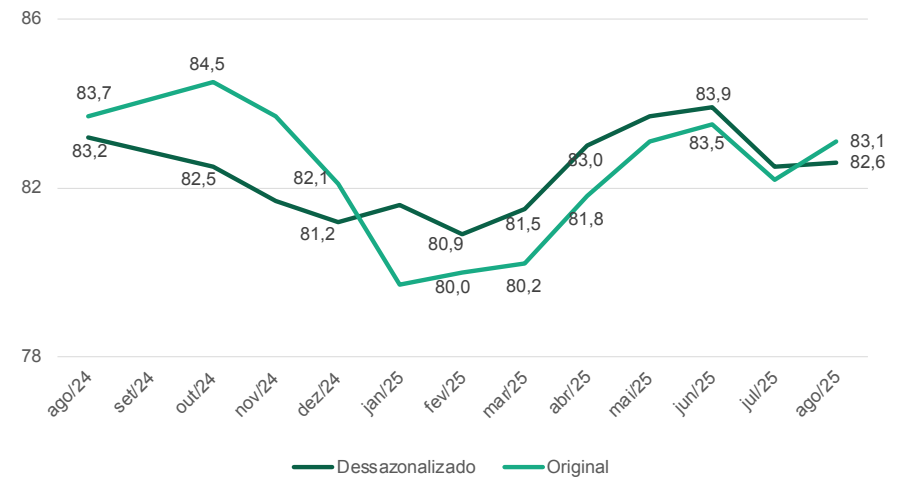
Os dados do relatório “Sondagem da Indústria – Indicador Mensal de Agosto de 2025”, da FGV/IBRE, permitem extrair conclusões sobre os resultados recentes e as perspectivas para os meses seguintes. Confirmando as previsões do boletim anterior, a queda observada entre outubro de 2024 e janeiro de 2025 já sinalizava certa desaceleração nos investimentos em capacidade produtiva, o que de fato se concretizou no segundo trimestre deste ano, dado o intervalo entre a constatação empírica da utilização e os efeitos das decisões de investimento privado.

Por outro lado, desde fevereiro de 2025, nota-se tendência de elevação no grau de utilização da capacidade na indústria, superando de forma consistente a média histórica de aproximadamente 80%.² Esse dado pode exercer algum efeito positivo sobre as perspectivas de investimento; contudo, a combinação entre a desaceleração do consumo e a perda de fôlego do crescimento agregado tende

² Patamar usualmente considerado como o “grau normal” de utilização da capacidade instalada.

a limitar uma retomada mais robusta da FBCF na segunda metade do ano.

Gráfico 1 – Grau de utilização da capacidade instalada na indústria (%)



Fonte: FGV/IBRE, 2025. Sondagem da Indústria, Indicador Mensal de Agosto de 2025. Elaboração dos autores, 2025.

Setor Externo

No que tange ao setor externo, a principal novidade repercutida pela imprensa foi o *tarifaço* norte-americano sobre as exportações brasileiras. Na prática, contudo, houve um intervalo significativo entre o

anúncio e a efetiva aplicação das tarifas, de modo que seus impactos sobre as variáveis econômicas somente poderão ser observados a partir de agosto de 2025. Portanto, embora represente um ponto de atenção crucial para as análises dos próximos relatórios, a medida não parece ter afetado de forma relevante os resultados do segundo trimestre de 2025.

No período, o setor externo teve contribuição positiva para o crescimento do PIB, com avanço das exportações (0,7%) e recuo expressivo das importações (-2,9%) em relação ao primeiro trimestre. No caso das exportações, o desempenho positivo foi favorecido pela safra recorde de milho e soja e pelo aumento da produção de petróleo, gás e minério de ferro. Quanto às importações, a retração reflete a queda da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e a desaceleração do consumo.

Na comparação interanual, as exportações aceleraram de 1,2% para 2,0%, ao passo que as importações desaceleraram fortemente, de 14,0% para 4,4%. O aumento das exportações foi impulsionado, sobretudo, pelos segmentos de veículos automotores, extração de petróleo e gás, metalurgia e máquinas e aparelhos elétricos. Já nas importações, os destaques foram produtos químicos, máquinas e equipamentos, produtos farmacêuticos e máquinas e aparelhos elétricos.

No acumulado do primeiro semestre de 2025 e dos últimos quatro trimestres, as exportações registraram expansão de 1,6% e 1,2%, respectivamente, enquanto as importações cresceram 9,0% e 12,8%, respectivamente.

Oferta

Sob a ótica da produção, o segundo trimestre revelou **dinâmicas setoriais distintas**. Além do bom desempenho dos serviços, que continuam sustentando grande parte do crescimento do PIB, destacaram-se atividades impulsionadas por fatores externos, como a agropecuária e a indústria extrativa. Setores mais sensíveis ao ciclo econômico – como a **construção civil** e diversos segmentos da indústria de transformação – apresentaram desempenho modesto ou negativo.

O crescimento de **0,4%** do PIB no segundo trimestre de 2025 (em relação ao trimestre anterior e considerando a série dessazonalizada) refletiu, sobretudo, o desempenho do **setor de serviços (0,6%)** e da **indústria (0,5%)**.

A **agropecuária** atuou levemente em sentido contrário, com retração de **0,1%**. Apesar disso, no acumulado em quatro trimestres, o setor agropecuário ainda é o que apresenta o melhor desempenho (**5,8%**), seguido pelos setores de **serviços (2,9%)** e **indústria (2,4%)**.

Crescimento do PIB

0,4%

Agropecuária

A agropecuária apresentou comportamentos distintos nas comparações trimestral e interanual. Na margem, registrou leve retração de 0,1%, influenciada pela sazonalidade da transição entre safras e pela base de comparação elevada.

Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior (2T2024), o setor apresentou crescimento expressivo de 10,1%. Esse resultado reflete, além da contribuição positiva da pecuária, o desempenho favorável de culturas com safra concentrada no segundo trimestre, bem como ganhos de produtividade, medidos pela relação entre quantidade produzida e área plantada.

Segundo o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA/IBGE), divulgado em agosto de 2025, as principais culturas do período registraram expansão na estimativa de produção anual e ganhos de produtividade, com destaque para:

- milho (+19,9%);
- soja (+14,2%);
- arroz (+17,7%);
- algodão (+7,1%); e
- café (+0,8%).

Indústria

No caso da indústria, a expansão na margem (0,5%) foi impulsionada, em grande medida, pelas indústrias extrativas (+5,4%), compensando o desempenho negativo de atividades como eletricidade e gás, água, esgoto e gestão de resíduos (-2,7%); indústria de transformação (-0,5%); e construção (-0,2%).

Na comparação interanual, a variação positiva de 1,1% foi impulsionada principalmente pelo avanço de 8,7% nas indústrias extrativas, em decorrência do aumento da produção de petróleo, gás e minério de ferro. Pelo lado negativo, o grupo eletricidade e gás, água, esgoto e gestão de resíduos recuou 4,0%, refletindo a piora nas bandeiras tarifárias e a redução no consumo total de energia.

As indústrias de transformação permaneceram estáveis (0,0%), uma vez que os ganhos em metalurgia, máquinas e equipamentos, química e têxtil foram compensados por quedas em fabricação de caminhões e ônibus, coque e derivados de petróleo, alimentos e indústria farmacêutica.

No acumulado do semestre, o setor industrial apresentou alta de 1,7%, puxada por indústrias extrativas (+4,5%), construção (+1,8%) e indústrias de transformação (+1,3%). Atuou em sentido contrário o grupo eletricidade e gás, água, esgoto e gestão de resíduos, com recuo de 1,2%.

No acumulado dos últimos quatro trimestres contra os quatro trimestres imediatamente anteriores, a expansão foi modesta (1,1%), destacando-se positivamente as atividades de construção (+3,6%) e indústrias de transformação (+3,1%), e negativamente o grupo eletricidade e **gás, água, esgoto** e gestão de resíduos (-0,6%).

Em síntese, o desempenho industrial do trimestre revelou dualidade estrutural: de um lado, a força das *commodities* voltadas à exportação; de outro, a fragilidade dos segmentos dependentes do mercado interno – o que sugere cautela quanto às perspectivas para os próximos trimestres.

Serviços

A elevação do setor de serviços (+0,6%) na margem foi sustentada, principalmente, pelos segmentos de atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados (+2,1%), informação e comunicação (+1,2%) e transporte, armazenagem e correio (+1,0%). O comércio manteve-se estável (0,0%), enquanto administração, defesa, saúde e educação públicas e seguridade social apresentou retração de 0,4%.

Na comparação interanual, o setor expandiu 2,0%, com contribuições positivas em todos os segmentos. Os maiores avanços ocorreram em informação e comunicação (+6,4%) e atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados (+3,8%) – refletindo o bom desempenho dos serviços digitais e de intermediação financeira –,

seguidos por outras atividades de serviços (+2,7%) e atividades imobiliárias (+2,2%).

No acumulado em quatro trimestres, o setor cresceu 2,9%, com expansão disseminada entre as atividades:

- informação e comunicação (+6,8%),
- outras atividades de serviços (+4,0%),
- atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados (+3,3%),
- comércio (+2,9%),
- atividades imobiliárias (+2,7%),
- transporte, armazenagem e correio (+2,2%), e
- administração, defesa, saúde e educação públicas e seguridade social (+1,0%).

Mesmo diante da expectativa de desaceleração da economia, o dinamismo do mercado de trabalho deve continuar sustentando o setor de serviços, especialmente nos segmentos menos dependentes do crédito.

Indústria – Pesquisa Industrial Mensal (PIM, julho de 2025)

Resultados Agregados

Os resultados das Contas Nacionais Trimestrais detalhados acima podem ser complementados pelos indicadores da Pesquisa Industrial Mensal (PIM/IBGE), referente a julho de 2025. Naquele mês, a produção industrial nacional recuou 0,2% em relação a junho (série com ajuste sazonal), mantendo o comportamento predominantemente negativo iniciado em abril e acumulando perda de 1,5% desde então – duas das quatro grandes categorias econômicas e 13 dos 25 ramos pesquisados apresentaram retração.

O principal impacto negativo veio da metalurgia (-2,3%), dada sua relevância no valor adicionado da indústria, interrompendo dois meses consecutivos de crescimento. Também contribuíram para o resultado os recuos em outros equipamentos de transporte (-5,3%), impressão e reprodução de gravações (-11,3%), bebidas (-2,2%) e manutenção e reparação de máquinas e equipamentos (-3,7%).

Por outro lado, 11 atividades cresceram, com destaque para produtos farmacêuticos e farmacêuticos (+7,9%), produtos alimentícios (+1,1%), indústrias extrativas (+0,8%) e produtos químicos (+1,8%).

Na comparação interanual (contra julho de 2024), o setor registrou avanço de 0,2%, após queda de 1,3% em junho e alta de 3,4% em maio. O destaque positivo veio das indústrias extrativas (+6,3%), impulsionadas por petróleo e gás natural, além dos avanços em produtos alimentícios (+2,2%), farmacêuticos e farmacêuticos (+12,0%), máquinas e equipamentos (+5,2%) e têxteis (+9,9%).

Em contrapartida, “coque, derivados de petróleo e biocombustíveis” (-7,7%), bebidas (-8,8%) e impressão e reprodução de gravações (-29,1%) registraram as maiores quedas.

No acumulado de janeiro a julho de 2025, a indústria cresceu 1,1% e, em 12 meses, 1,9% – sinalizando perda de dinamismo frente aos 2,4% e 2,8% registrados em junho e maio, respectivamente. Os resultados positivos concentraram-se em três das quatro grandes categorias econômicas, abrangendo 16 dos 25 ramos pesquisados. As maiores contribuições vieram de indústrias extrativas (+3,7%), veículos automotores (+4,7%), máquinas e equipamentos (+7,9%) e produtos químicos (+3,5%).

Em contrapartida, nove atividades apresentaram queda, com destaque para coque, derivados de petróleo e biocombustíveis (-4,8%), impressão e reprodução de gravações (-12,6%), bebidas (-2,6%) e alimentos (-0,4%).

Grandes Categorias Econômicas

Entre as grandes categorias econômicas, bens de consumo duráveis (-0,5%) e bens de capital (-0,2%) voltaram a recuar em julho, após pequena alta no mês anterior. Já bens intermediários (+0,5%) e bens de consumo semiduráveis e não duráveis (+0,1%) apresentaram variações positivas – o primeiro grupo compensou perdas recentes, enquanto o segundo interrompeu três meses consecutivos de queda.

Tabela 1 – Indicadores Conjunturais da Indústria – Grandes Categorias Econômicas (jul. 2025)

Grande Categorias Econômicas	Julho 2025 - Variação (%)			
	Mês/mês imediatamente anterior (dessazonalizado)	Mês/igual mês do ano anterior	Acumulado no ano/ acumulado no mesmo período do ano anterior	Acumulado em 12 meses/ acumulado nos 12 meses imediatamente anteriores
1 Bens de capital	-0,2	-0,1	0,9	5,3
2 Bens intermediários	0,5	2,5	2,2	2,4
3 Bens de consumo	-0,1	-4,0	-1,3	0,2

31 Bens de consumo duráveis	-0,5	-3,4	6,4	9,6
32 Bens de consumo semiduráveis e não duráveis	0,1	-4,1	-2,6	-1,3
Indústria Geral	-0,2	0,2	1,1	1,9

Fonte: IBGE, 2025. Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física. Elaboração dos autores, 2025.

Em relação a julho de 2024, apenas os bens intermediários cresceram (2,5%), representando a quinta alta consecutiva nesse indicador. Por outro lado, bens de consumo semiduráveis e não duráveis (-4,1%), bens de consumo duráveis (-3,4%) e bens de capital (-0,1%) apresentaram retração.

O desempenho positivo dos bens intermediários foi impulsionado pelas seguintes atividades: indústrias extrativas (+6,3%), veículos automotores (+6,0%), têxteis (+13,3%), produtos alimentícios (+2,7%), produtos químicos (+2,8%), celulose e papel (+5,0%), borracha e plástico (+2,0%) e derivados de petróleo (+0,6%). Em contrapartida, houve quedas em produtos de metal (-5,8%), minerais não metálicos (-3,0%), metalurgia (-1,1%), insumos para construção (-4,7%) e embalagens (-3,2%).

No caso da produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis (-4,1%), a queda representou a quarta consecutiva. O resultado foi influenciado, sobretudo, pelo forte recuo em carburantes (-18,5%), devido à menor produção de etanol, além da fraca performance de alimentos e bebidas elaborados (-0,6%) e semiduráveis (-1,4%). Em sentido oposto, destacaram-se os avanços nos subsetores de não duráveis (+2,5%), impulsionados pela maior produção de medicamentos, e de alimentos e bebidas básicos (+9,3%), favorecidos pelo aumento da produção de pescados.

A retração interanual de 3,4% na produção de bens de consumo duráveis encerrou uma sequência de 13 meses consecutivos de crescimento. O recuo foi puxado, principalmente, pela menor fabricação de eletrodomésticos da linha marrom (-12,0%) e da linha branca (-12,4%), além das reduções em automóveis (-1,0%) e motocicletas (-3,9%).

No caso da produção de bens de capital, verificou-se recuo de 0,1% frente ao mesmo mês de 2024, após queda de 2,8% em junho e alta de 1,2% em maio. Pelo lado negativo, o resultado foi pressionado pelos segmentos de bens de capital de uso misto (-9,2%) e bens de capital para equipamentos de transporte (-1,7%). Em contrapartida, houve avanços em bens de capital agrícolas (+9,7%), bens de capital para fins industriais (+2,8%), bens de capital para construção (+9,3%) e bens de capital para o setor de energia elétrica (+2,9%).

No acumulado do ano (janeiro a julho de 2025), os bens de consumo duráveis lideraram o avanço (+6,4%), impulsionados sobretudo por automóveis e eletrodomésticos da linha marrom. Também apresentaram variações positivas os bens intermediários (+2,2%) e os bens de capital (+0,9%). Já os bens de consumo semiduráveis e não duráveis recuaram 2,6%, representando a única taxa negativa do período.

Por fim, no acumulado em 12 meses, não se observaram grandes discrepâncias: a maior taxa de crescimento foi a dos bens intermediários (+1,48%), enquanto a única retração ocorreu no grupo bens de consumo semiduráveis e não duráveis (-0,36%).

Resultados Regionais

No recorte regional, o recuo de 0,2% na margem (julho contra junho de 2025, série com ajuste sazonal) da produção industrial agregada refletiu taxas negativas em sete dos quinze locais pesquisados. As retrações mais intensas foram observadas no Paraná (-2,7%), Bahia (-2,6%), Minas Gerais (-2,4%) e Pará (-2,1%).

Em sentido oposto, o Espírito Santo liderou as altas (+3,1%), seguido por Rio Grande do Sul (+1,4%), Santa Catarina (+1,1%) e Rio de Janeiro (+1,0%).

Tabela 2 – Indicadores Conjunturais da Indústria – Produção Física Regional (jul. 2025)

Estados Subnacionais*	Julho 2025 - Variação (%)			
	Mês/Mês Anterior (Dessazonalizado)	Mês/Igual Mês do Ano Anterior	Acumulado no ano/ acumulado no mesmo período do ano anterior	Acumulado 12 meses/Acumulado 12 meses anteriores
Brasil	-0,2	0,2	1,1	1,9
Amazonas	0,0	0,0	0,1	1,7
Pará	-2,1	-4,2	4,9	6,9
Maranhão	-	-1,4	-5,3	-2,7
Ceará	-0,3	0,0	-0,4	2,3
Rio Grande do Norte	-	-19,1	-18,5	-14,7
Pernambuco	0,9	4,5	-8,0	-1,4
Bahia	-2,6	0,1	0,6	1,8
Minas Gerais	-2,4	-0,7	1,4	2,4
Espírito Santo	3,1	14,5	4,8	0,6
Rio de Janeiro	1,0	10,4	3,8	-0,1
São Paulo	0,9	-0,9	-1,9	-0,5
Paraná	-2,7	-1,1	4,3	4,7

Santa Catarina	1,1	2,2	4,0	5,3
Rio Grande do Sul	1,4	-2,7	1,5	1,3
Mato Grosso do Sul	-	7,4	-2,1	0,8
Mato Grosso	-1,6	-14,6	-5,1	1,1
Goiás	0,5	2,0	1,0	0,1

Fonte: Pesquisa Industrial Mensal do IBGE, Produção Física Regional, julho de 2025. Elaboração dos autores, 2025.

*Foram considerados apenas os estados que responderam por pelo menos 0,5% do Valor da Transformação Industrial do país, tomando-se como referência o resultado da PIA-Empresa de 2019.

Grandes Categorias Econômicas – recorte interanual e acumulados

No comparativo interanual, a produção industrial agregada cresceu 0,2%, com resultados positivos em oito das dezoito Unidades da Federação consideradas. Espírito Santo (+14,5%) e Rio de Janeiro (+10,4%) se sobressaíram, em grande medida, pelo desempenho das indústrias extrativas (óleos brutos de petróleo, gás natural e minérios de ferro pelotizados ou sinterizados). Em sentido oposto, Rio Grande do Norte (-19,1%) e Mato Grosso (-14,6%) lideraram as quedas, pressionados pelos segmentos de coque, derivados de petróleo e biocombustíveis, produtos químicos e bebidas.

No acumulado do primeiro semestre de 2025, o avanço de 1,1% refletiu variações positivas em dez dos dezoito locais. Os crescimentos mais relevantes vieram de:

Pará (+4,9%), impulsionado por indústrias extrativas (minérios de manganês e cobre) e metalurgia (vergalhões de aços ao carbono);

Espírito Santo (+4,8%), sustentado por indústrias extrativas (minérios de ferro pelotizados, óleos brutos de petróleo e gás natural);

Paraná (+4,3%), com destaque para máquinas, aparelhos e materiais elétricos, veículos automotores, produtos químicos, coque e derivados de petróleo, além de máquinas e equipamentos;

Santa Catarina (+4,0%), puxado por produtos alimentícios, máquinas e equipamentos e produtos de metal.

Por fim, na taxa anualizada de 12 meses (+1,9%), embora treze estados indiquem altas, prevaleceu desaceleração em boa parte deles, com destaque para Rio Grande do Norte (de -12,5% para -14,7%) e Mato Grosso (de +3,0% para +1,1%).

Serviços – Pesquisa Mensal de Serviços (PMS, julho de 2025)

Resultados Agregados

Em julho de 2025, o volume de serviços avançou 0,3% frente a junho, na série com ajuste sazonal – sexto resultado positivo consecutivo – acumulando ganho de 2,4% no período. Com isso, o setor opera 18,5% acima do patamar de fevereiro de 2020 (pré-pandemia), renovando o recorde da série histórica. A expansão foi impulsionada por três das cinco atividades pesquisadas:

- Informação e comunicação (+1,0%), retomando crescimento após leve queda em junho;
- Serviços profissionais, administrativos e complementares (+0,4%);
- Serviços prestados às famílias (+0,3%). Em sentido oposto, transportes (-0,6%) e outros serviços (-0,2%) recuaram.

Na comparação com julho de 2024, o setor cresceu 2,8%, mantendo 16 meses de resultados interanuais positivos. O avanço foi disseminado, abrangendo três das cinco atividades e 50,6% dos 166 tipos de serviços. Destaques:

- Transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio (+4,1%) – impulsionados pelo aumento de receita em rodoviário de cargas, aéreo de passageiros, concessionárias de rodovias e logística de cargas;
- Informação e comunicação (+4,6%) – forte alta em serviços de internet, tecnologia da informação e softwares;
- Serviços profissionais, administrativos e complementares (+2,5%) – apoiados por agenciamento de espaços de publicidade, consultoria em gestão, intermediação de negócios por aplicativos/plataformas de e-commerce, gestão de ativos não financeiros, locação de mão de obra temporária e atividades de limpeza. Os recuos concentraram-se em outros serviços (-2,0%) e serviços prestados às famílias (-1,8%).

No acumulado de janeiro a julho de 2025, o setor cresceu 2,6% frente a igual período de 2024, com quatro das cinco atividades em alta e avanço em 52,4% dos 166 tipos de serviços. Contribuições principais:

- Informação e comunicação (+6,0%) – impulsionada por internet, softwares e TI;
- Transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio (+2,1%) – destaque para aéreo de passageiros, logística de cargas e armazenagem;
- Serviços profissionais, administrativos e complementares (+2,3%) – publicidade, consultoria, intermediação digital e limpeza;

- Serviços prestados às famílias (+1,3%) – hotéis, bufês e restaurantes. A única queda foi em outros serviços (-2,2%), refletindo recuos em atividades financeiras auxiliares, administração de cartões de crédito e reparação de computadores e veículos.

Resultados Regionais

Na comparação julho contra junho de 2025 (ajuste sazonal), 12 das 27 Unidades da Federação registraram alta no volume de serviços, o que ajuda a explicar o crescimento nacional modesto (+0,3%). Principais impactos positivos: São Paulo (+1,7%), Paraná (+1,7%), Mato Grosso do Sul (+5,7%), Santa Catarina (+0,9%) e Rondônia (+10,9%). Em sentido oposto, atuaram Rio de Janeiro (-1,8%), Minas Gerais (-0,7%) e Amazonas (-3,5%).

Tabela 3 – Indicadores Conjunturais de Serviços – Volume por Unidades da Federação (jul. 2025)

Estados Subnacionais	Julho 2025 - Variação (%)			
	Mês/Mês Anterior (Dessazonalizado)	Mês/Igual Mês do Ano Anterior	Acumulado no ano/ acumulado no mesmo período do ano anterior	Acumulado 12 meses/Acumulado 12 meses anteriores
Brasil	0,3	2,8	2,6	2,9
Rondônia	10,9	7,9	-1,3	-1,9

Acre	6,1	3,4	-2,6	-1,7
Amazonas	-3,5	-2,3	1,7	7,0
Roraima	-1,1	-2,3	-2,0	0,1
Pará	-0,1	-2,5	-0,5	0,2
Amapá	-3,0	1,2	2,2	6,5
Tocantins	-3,6	-3,4	5,8	5,3
Maranhão	-0,3	3,0	4,1	3,6
Piauí	-0,5	-3,4	-1,8	0,9
Ceará	-0,7	0,3	3,6	2,6
Rio Grande do Norte	-2,5	-4,3	4,7	6,9
Paraíba	1,2	4,3	6,0	6,2
Pernambuco	0,1	-1,3	-0,3	2,0
Alagoas	0,0	-3,4	2,5	3,1
Sergipe	0,6	-4,0	4,4	7,0
Bahia	0,2	-2,6	-0,2	0,6
Minas Gerais	-0,7	-2,0	0,2	1,0
Espírito Santo	0,4	0,5	0,3	3,3
Rio de Janeiro	-1,8	-2,9	1,3	2,2
São Paulo	1,7	6,0	4,3	4,6
Paraná	1,7	4,9	2,2	2,8
Santa Catarina	0,9	2,1	4,3	5,6

Rio Grande do Sul	-0,2	1,7	-7,1	-8,0
Mato Grosso do Sul	5,7	15,9	4,8	-1,3
Mato Grosso	-1,6	6,2	3,3	-3,7
Goiás	0,9	2,3	2,5	0,9
Distrito Federal	-0,2	-2,8	6,3	7,0

Fonte: IBGE, 2025. Pesquisa Mensal de Serviços - Volume Segundo Unidades da Federação, julho de 2025. Elaboração dos autores, 2025.

Pelo critério interanual, o avanço de 2,8% no Brasil foi acompanhado por 14 Unidades da Federação, com destaque para as performances de São Paulo (+6,0%), Paraná (+4,9%), Mato Grosso do Sul (+15,9%) e Mato Grosso (+6,2%). Entre os principais resultados negativos, destacaram-se Rio de Janeiro (-2,9%), Minas Gerais (-2,0%), Distrito Federal (-2,8%) e Bahia (-2,6%).

Por sua vez, no acumulado de janeiro a julho de 2025, 19 das 27 Unidades da Federação apresentaram taxas positivas no setor de serviços, contribuindo para a expansão de 2,6% observada no agregado nacional. As maiores contribuições vieram de São Paulo (+4,3%), Distrito Federal (+6,3%), Santa Catarina (+4,3%) e Rio de Janeiro (+1,3%), enquanto o Rio Grande do Sul (-7,1%) exerceu o impacto negativo mais relevante.

Comércio – Pesquisa Mensal do Comércio (PMC, julho de 2025)

Resultados Agregados

A Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) de julho de 2025, divulgada pelo IBGE, permite uma análise mais detalhada dos resultados apresentados anteriormente nas Contas Nacionais Trimestrais.

Em relação a junho de 2025 (série dessazonalizada), o comércio varejista restrito recuou 0,3%, configurando a quarta queda consecutiva após o recorde histórico verificado em março.

Por outro lado, no conceito ampliado do comércio varejista – que inclui veículos, motocicletas, partes e peças, materiais de construção e atacado especializado em produtos alimentícios, bebidas e fumo – houve alta de 1,3%, revertendo parcialmente a retração de -3,1% registrada em junho.

Tabela 4 – Indicadores do Volume de Vendas do Comércio Varejista e Comércio Varejista Ampliado (jul. 2025)

Atividades de Divulgação	Julho 2025 - Variação (%)			
	Mês/mês imediatamente anterior (dessazonalizado)	Mês/igual mês do ano anterior	Acumulado no ano/ acumulado no mesmo período do ano anterior	Acumulado em 12 meses/ acumulado nos 12 meses imediatamente anteriores
Volume de vendas do comércio varejista (1)	-0,3	1,0	1,7	2,5
1. Combustíveis e lubrificantes	0,7	1,0	0,3	-0,1
2. Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios bebidas e fumo	-0,3	0,4	1,2	2,1
2.1. Hipermercados e supermercados	-0,1	0,8	1,7	2,7
3. Tecidos, vestuário e calçados	-2,9	-1,5	4,4	4,9
4. Móveis e eletrodomésticos	1,5	3,2	3,9	4,4

4.1. Móveis	-	-6,8	-3,9	0,7
4.2. Eletrodomésticos	-	6,5	6,3	5,4
5. Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos	0,6	3,8	3,5	4,7
6. Livros, jornais, revistas e papelaria	1,0	3,4	-1,9	-4,4
7. Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação	-3,1	-4,7	-1,3	-1,5
8. Outros artigos de uso pessoal e doméstico	-0,6	1,5	2,0	3,6
Volume de vendas do comércio varejista ampliado (2)	1,3	-2,5	-0,2	1,1
9. Veículos, motocicletas, partes e peças	1,8	-9,0	-2,1	2,6
10. Material de construção	0,4	-2,6	1,8	3,8

11. Atacado especializado em produtos alimentícios, bebidas e fumo	-	-7,5	-6,7	-7,7
--	---	------	------	------

Fonte: IBGE, 2025. Pesquisa Mensal de Comércio, jul. 2025. Elaboração dos autores, 2025.

Quando se considera a comparação interanual, o varejo restrito apresentou expansão de 1,0%, acumulando +1,7% no ano e +2,5% em 12 meses. Já o varejo ampliado registrou queda de -2,5%, com acumulados de -0,2% no ano e +1,1% em 12 meses.

Entre as atividades do varejo restrito, destacaram-se positivamente, na comparação com julho de 2024:

- artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos (+3,8%, 29ª alta consecutiva);
- livros, jornais, revistas e papelaria (+3,4%, revertendo a queda de junho);
- móveis e eletrodomésticos (+3,2%);
- outros artigos de uso pessoal e doméstico (+1,5%);
- combustíveis e lubrificantes (+1,0%, após três meses de retração);
- hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo (+0,4%).

As piores performances ocorreram em tecidos, vestuário e calçados (-1,5%) e equipamentos e material para escritório, informática e comunicação (-4,7%).

- No varejo ampliado, todos os setores adicionais registraram variações negativas em relação a julho de 2024:
- veículos, motocicletas, partes e peças (-9,0%);
- materiais de construção (-2,6%);
- atacado especializado em produtos alimentícios, bebidas e fumo (-7,5%, 12ª queda consecutiva).

Resultados Regionais

Ampliando a análise para o contexto regional, o **recoo agregado de 0,3%** no volume de vendas do comércio varejista frente a junho de 2025 (série com ajuste sazonal) refletiu quedas em 16 das 27 Unidades da Federação, com destaque para Rondônia (-2,2%), Minas Gerais (-1,1%) e Paraíba (-1,0%).

Recoo agregado de

0,3%

Em contrapartida, os principais avanços foram observados em Amapá (+3,9%), Distrito Federal (+0,9%) e Sergipe (+0,8%), enquanto Santa Catarina, São Paulo e Rio Grande do Sul permaneceram estáveis (0,0%).

No conceito ampliado, 22 estados apresentaram crescimento, com destaque para Mato Grosso (+7,1%), Amapá (+4,4%) e Distrito Federal (+4,2%). Entre os recuos, sobressaíram Espírito Santo (-2,6%) e Roraima (-2,1%).

Tabela 5 – Indicadores do Volume de Vendas do Comércio Varejista e Comércio Varejista Ampliado – Unidades da Federação (jul. 2025)

Unidades da Federação	Julho 2025 - Variação (%)							
	Mês/Mês Anterior (Dessazonalizado)		Mês/Igual Mês do Ano Anterior		Acumulado no ano/acumulado no mesmo período do ano anterior		Acumulado 12 meses/Acumulado 12 meses anteriores	
	Varejo	Varejo Ampliado	Varejo	Varejo Ampliado	Varejo	Varejo Ampliado	Varejo	Varejo Ampliado
Brasil	-0,3	1,3	1,0	-2,5	1,7	-0,2	2,5	1,1
Rondônia	-2,2	1,0	0,4	3,1	3,0	1,9	2,3	-0,8
Acre	-0,1	1,8	1,8	1,6	2,2	1,2	3,4	2,2
Amazonas	-0,4	2,1	0,4	2,8	1,8	2,7	3,2	5,3
Roraima	-0,3	-2,1	3,3	4,8	-1,6	0,6	3,4	2,7
Pará	-0,7	2,3	-0,5	1,0	0,2	2,1	1,9	3,3
Amapá	3,9	4,4	8,5	8,9	7,9	7,6	9,9	10,8
Tocantins	0,7	2,6	-11,8	3,6	-2,4	2,9	1,6	2,7
Maranhão	-0,1	1,2	2,0	-2,6	1,2	-3,5	1,8	-1,1
Piauí	-0,4	-0,3	-1,2	-3,4	2,9	1,0	4,8	4,6
Ceará	0,2	1,9	2,1	3,5	3,0	4,7	4,4	5,6
Rio Grande do Norte	-0,1	-0,1	4,8	2,1	2,4	1,8	3,4	3,8
Paraíba	-1,0	1,9	2,9	2,9	5,7	5,6	8,7	8,5
Pernambuco	-0,2	2,5	1,2	1,6	2,1	1,8	3,3	3,7
Alagoas	0,3	1,2	4,2	0,2	4,5	1,1	6,0	3,7

Sergipe	0,8	1,7	2,8	0,9	1,0	-0,1	3,0	2,3
Bahia	0,8	2,2	2,7	-1,4	0,9	-2,2	3,0	0,2
Minas Gerais	-1,1	0,3	1,2	-3,0	1,8	-0,5	1,7	0,1
Espírito Santo	-0,5	-2,6	3,7	0,3	4,3	2,6	3,9	2,8
Rio de Janeiro	0,2	2,1	-1,7	-0,8	-2,0	-1,5	-0,9	-0,5
São Paulo	0,0	0,7	-0,4	-7,5	1,0	-2,9	1,8	-2,0
Paraná	-0,5	2,3	3,5	-0,6	2,5	1,4	2,6	2,8
Santa Catarina	0,0	0,6	5,4	1,5	6,3	3,7	5,2	4,7
Rio Grande do Sul	0,0	0,6	-0,4	-4,2	3,5	3,2	5,4	6,7
Mato Grosso do Sul	-0,7	-0,7	1,6	2,5	0,0	0,7	0,7	-1,4
Mato Grosso	-0,9	7,1	4,9	9,7	3,0	4,1	1,9	2,9
Goiás	-0,8	1,2	-1,3	-5,0	0,8	-4,5	2,2	-1,0
Distrito Federal	0,9	4,2	3,2	-1,6	4,2	0,8	4,5	3,1

Fonte: IBGE, 2025. Pesquisa Mensal de Comércio - Volume Segundo Unidades da Federação, jul. 2025. Elaboração dos autores, 2025.

Na comparação interanual, o volume de vendas do comércio varejista – que, no agregado, cresceu 1,0% – **aumentou em 20 das 27 Unidades da Federação, com destaque para Amapá (+8,5%), Santa Catarina (+5,4%) e Mato Grosso (+4,9%).**

O resultado, ainda assim modesto, explica-se em boa medida pelos desempenhos desfavoráveis de Tocantins (–11,8%), Rio de Janeiro (–1,7%) e Goiás (–1,3%).

No caso do varejo ampliado, que apresentou contração interanual agregada de –2,5%, as melhores performances vieram de Mato Grosso (+9,7%), Amapá (+8,9%) e Roraima (+4,8%), enquanto as piores foram observadas em São Paulo (–7,5%), Goiás (–5,0%) e Rio Grande do Sul (–4,2%).

Mercado de trabalho

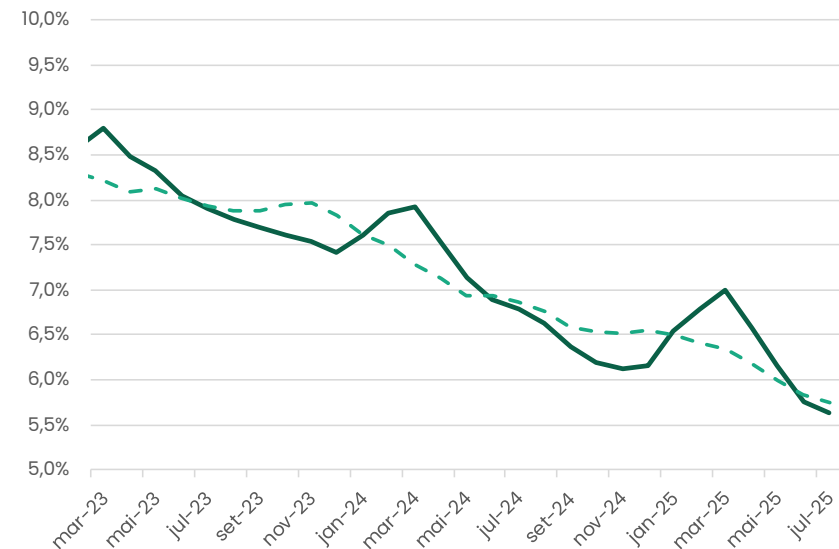
No segundo trimestre de 2025, observamos a retomada da trajetória de queda da taxa de desocupação, que já havia atingido seu mínimo histórico em novembro de 2024. Após um breve período de tendência à estabilidade na virada do ano e nos primeiros meses do ano, voltamos a observar um novo mínimo histórico de 5,64% em julho. No gráfico 2, a linha

Mínimo histórico de

5,64%

tracejada representa a série dessazonalizada³ e sugere uma clara tendência de queda:

Gráfico 2 – Taxa de desocupação



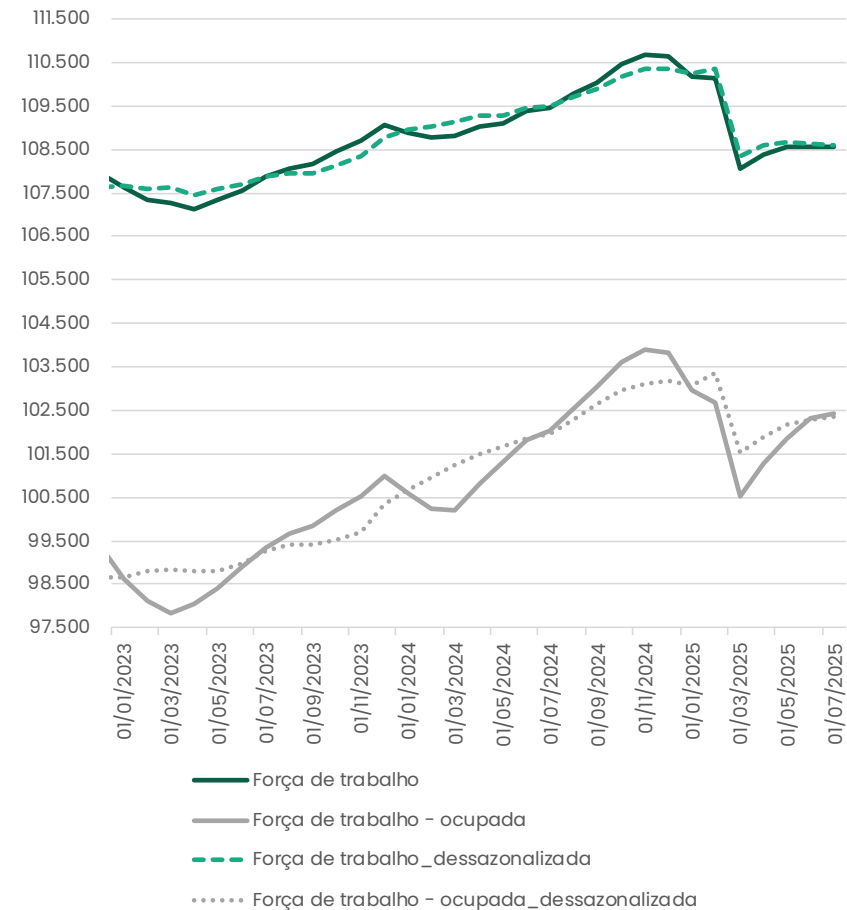
Fonte: IBGE, PNAD Contínua, s./d. Elaboração dos autores, 2025.

³ Todas as séries dessazonalizadas nesta seção foram produzidas usando o método X-13-ARIMA-SEATS, de modo a levar em consideração os impactos dos feriados móveis.

Também no segundo trimestre de 2025, observamos uma leve recuperação do tamanho total da força de trabalho, indicando que a recente queda da taxa de desocupação não reflete um aumento no desalento, mas um mercado de trabalho ainda significativamente aquecido. A seguir, podemos ver como o aumento no desemprego no primeiro trimestre veio acompanhado de uma redução do tamanho da força de trabalho para níveis que não eram vistos desde o final de 2023, mas que essa tendência foi revertida no segundo trimestre, ainda que timidamente. Podemos ver, contudo, um aumento mais acentuado da população ocupada, que se aproxima da máxima histórica alcançada no último trimestre de 2024.

Um mercado de trabalho ainda significativamente aquecido

Gráfico 3 – Força de trabalho e ocupação (milhares de pessoas)

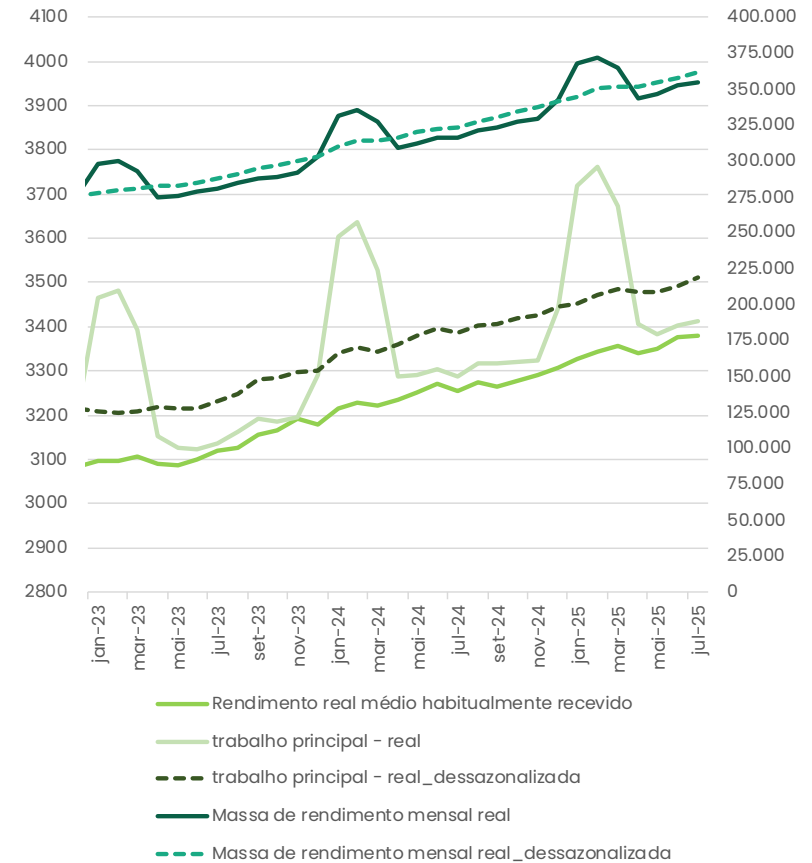


Fonte: IBGE, PNAD Contínua, s./d. Elaboração dos autores, 2025.

Como parte das consequências da persistência da alta ocupação, tanto em nível quanto em taxa, pode ser observado na estabilidade da tendência de alta dos rendimentos reais⁴ do trabalho. O gráfico 4 ilustra a trajetória ascendente da massa de rendimentos e do rendimento médio efetivamente obtido no trabalho principal, ambos em preços de julho de 2025, data do último dado da série:

**estabilidade da
tendência de alta dos
rendimentos
reais do
trabalho**

Gráfico 4 – Massa de rendimentos e rendimento médio no trabalho principal



Fonte: IBGE, PNAD Contínua, s./d. Elaboração dos autores, 2025.

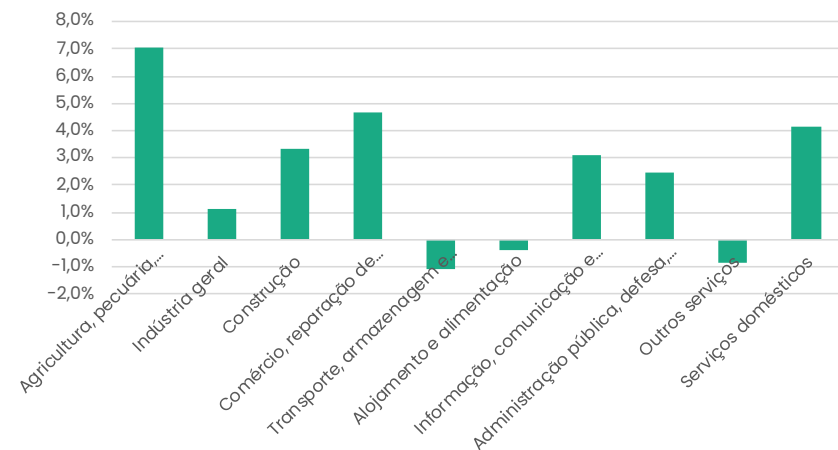
4 Para captarmos a trajetória tanto do mercado formal quanto do informal, utilizamos dados da PNAD Contínua Mensal. Esta pesquisa realiza amostras trimestrais e as respostas dizem respeito aos 30 dias antes da coleta, o que implica em defasagem e alguma propagação dos efeitos dos picos sazonais, o que é especialmente notado pela propagação do impacto do décimo terceiro salário sobre os resultados do primeiro trimestre de cada ano.

Como se observa, os rendimentos efetivamente recebidos são fortemente influenciados pelo componente sazonal, sobretudo em função do pagamento do 13º salário ao final de cada ano. Por essa razão, é mais adequado analisar o rendimento habitualmente recebido, cujo comportamento é mais estável e reflete de maneira mais fiel a trajetória dos rendimentos do trabalho.

O setor primário foi o principal responsável pelo crescimento dos rendimentos habitualmente recebidos no semestre, com valorização real de 7,0% nos rendimentos médios do trabalho principal, seguido pelos setores de comércio e de serviços domésticos, que apresentaram variação real de 4,7% e 4,2%, respectivamente, entre janeiro e junho.

Os setores ligados à construção, ao setor público e à informação, comunicação e atividades financeiras registraram crescimento mais moderado dos rendimentos reais, enquanto a indústria, o transporte e outros serviços mantiveram estabilidade.

Gráfico 5 – Variação dos rendimentos reais médios – Trabalho Principal (jan.-jun. 2025)

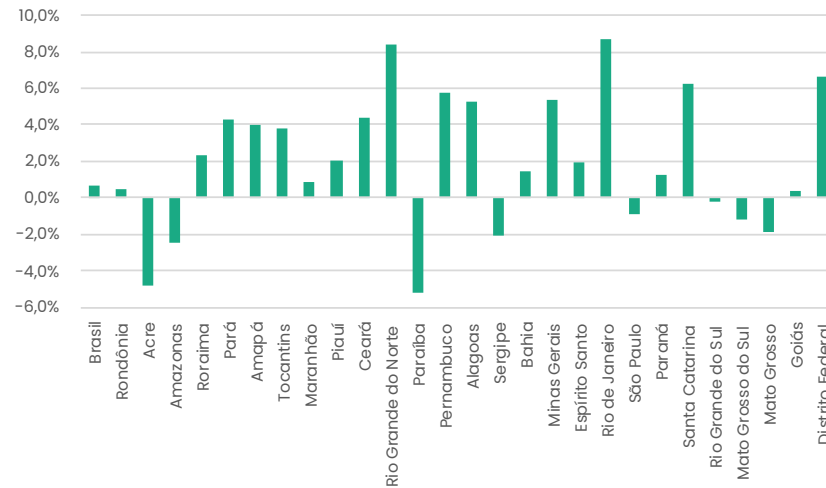


Fonte: IBGE, PNAD Contínua, s./d. Elaboração dos autores, 2025.

No que se refere à distribuição geográfica, os estados que registraram maior variação nos rendimentos reais médios habitualmente obtidos foram o Rio Grande do Norte e o Rio de Janeiro, ambos com valorização real superior a 8% na comparação entre o segundo trimestre de 2025 e o último trimestre de 2024. **Em seguida, destacaram-se o Distrito Federal (6,6%), Santa Catarina (6,3%), Pernambuco (5,8%), Minas Gerais (5,3%) e Alagoas (5,3%).**

Por outro lado, Paraíba e Acre foram os únicos estados que apresentaram queda real superior a 4% nos rendimentos reais médios habitualmente recebidos:

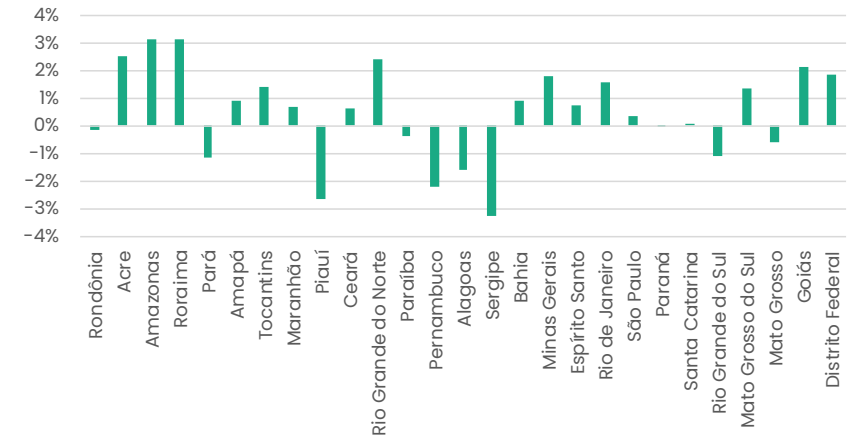
Gráfico 6 – Variação real em dois trimestres dos rendimentos habitualmente recebidos



Fonte: IBGE, PNAD Contínua, s./d. Elaboração dos autores, 2025.

No que diz respeito aos níveis de ocupação, os estados que observaram maior crescimento da ocupação desde o último trimestre de 2024 foram Amazonas, Roraima e Rio Grande do Norte, enquanto os que reduziram seus níveis de ocupação foram Piauí, Pernambuco e Sergipe.

Gráfico 7 – Variação no nível de ocupação por estado



Fonte: IBGE, PNAD Contínua, s./d. Elaboração dos autores, 2025.

Com relação à posição dos trabalhadores na ocupação, o desempenho mais expressivo foi observado entre os empregados do setor público com carteira assinada, excetuando-se os militares, cujos rendimentos médios habitualmente recebidos no trabalho principal apresentaram variação real de 5,9% entre o último trimestre de 2024 e o segundo trimestre de 2025. Em seguida, destacaram-se os empregados do setor público sem carteira assinada e os trabalhadores por conta própria, ambos com aumento real de 4,3%.

variação real de
5,9%

O setor público foi o único segmento em que os trabalhadores com carteira assinada obtiveram ganho real superior ao dos que não possuem carteira. No setor privado, verificou-se o oposto: tanto os empregados sem carteira assinada quanto os trabalhadores por conta própria registraram crescimento mais acentuado nos rendimentos médios habitualmente recebidos em comparação aos empregados formais.

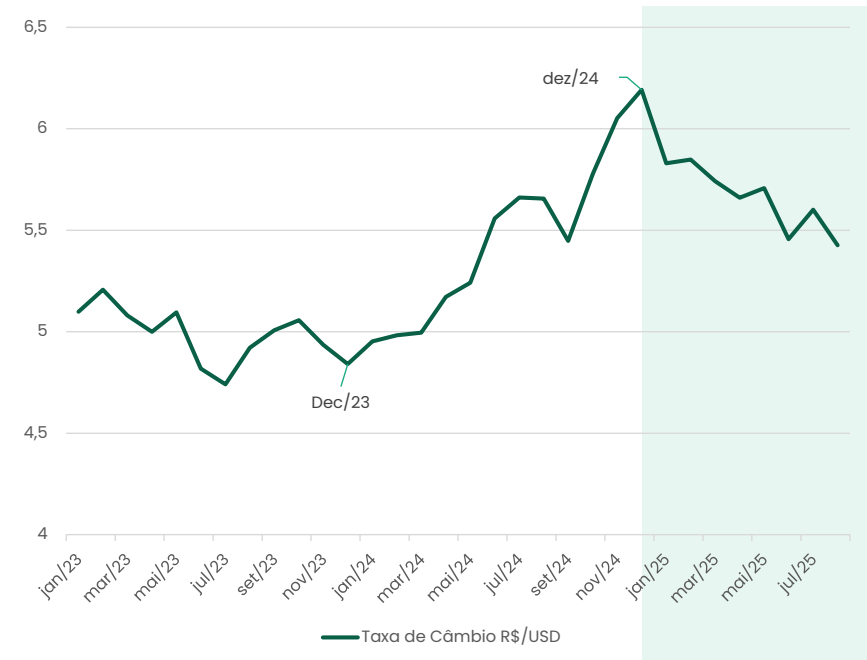
Entre os trabalhadores domésticos, o comportamento foi semelhante. Aqueles com carteira assinada tiveram variação real de 1,7% no período, enquanto os sem carteira apresentaram ganho real de 2,5%.

EVOLUÇÃO DO CÂMBIO E DAS CONTAS EXTERNAS NO BRASIL - 1º SEMESTRE DE 2025

No primeiro semestre de 2025, a moeda brasileira inverteu a tendência observada ao longo de 2024, período em que a taxa de câmbio nominal havia registrado trajetória de depreciação, intensificada nos meses finais do ano. Em dezembro de 2024, o real acumulava perda aproximada de 27% frente ao dólar em relação ao valor de dezembro de 2023 — uma variação superior à média observada entre as economias emergentes. Esse movimento foi impulsionado por uma combinação de fatores, como o aperto das condições de liquidez externa, os déficits elevados em conta corrente e as pressões sobre os fluxos financeiros decorrentes da política monetária e cambial doméstica (Marins, Summa e Consul, 2025).

A partir de janeiro de 2025, contudo, o real passou a apresentar um movimento consistente de valorização (gráfico 8), sinalizando uma reversão parcial dessas pressões.

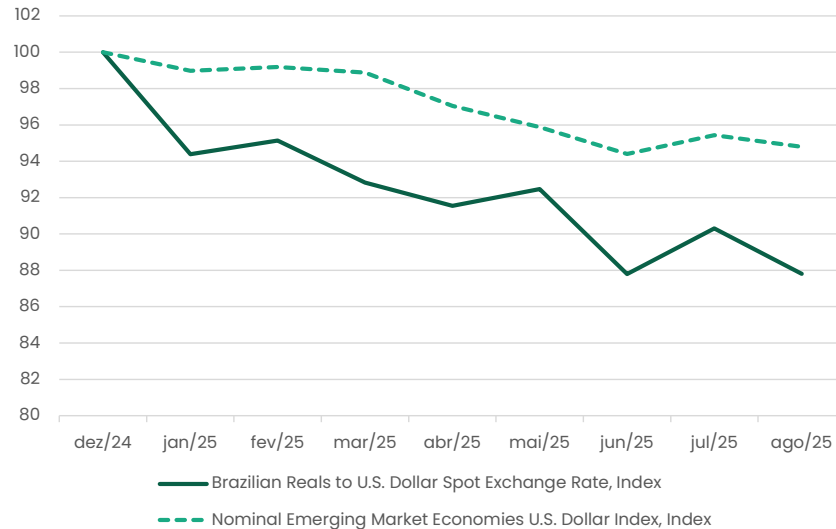
Gráfico 8 – Evolução recente de taxa de câmbio brasileira



Fonte: Banco Central do Brasil, 2025.

Esse movimento não ocorreu de forma isolada. Ele refletiu, em grande medida, o enfraquecimento do dólar frente às principais moedas internacionais, em um cenário de liquidez externa mais favorável e de expectativas de flexibilização gradual da política monetária norte-americana. Nesse contexto, o real não apenas acompanhou a tendência observada entre outras moedas emergentes, como também se destacou por apresentar uma valorização superior à média de seus pares (gráfico 9).

Gráfico 9 – Índice da taxa de câmbio real brasileira e de moedas emergentes



Fonte: Federal Reserve Economic Data, FRED St. Louis, 2025.

Nesta seção examinamos esse desempenho, à luz dos dados recentes das contas externas brasileiras, destacando o papel de fatores domésticos e externos, como o elevado diferencial de juros

elevado diferencial de juros e a redução do risco-país

e a redução do risco-país. Vale notar que **essa interpretação contrasta com análises de mercado que enfatizam o “risco fiscal” ou a “incerteza fiscal” como principais explicações para a dinâmica cambial⁵.**

Transações correntes

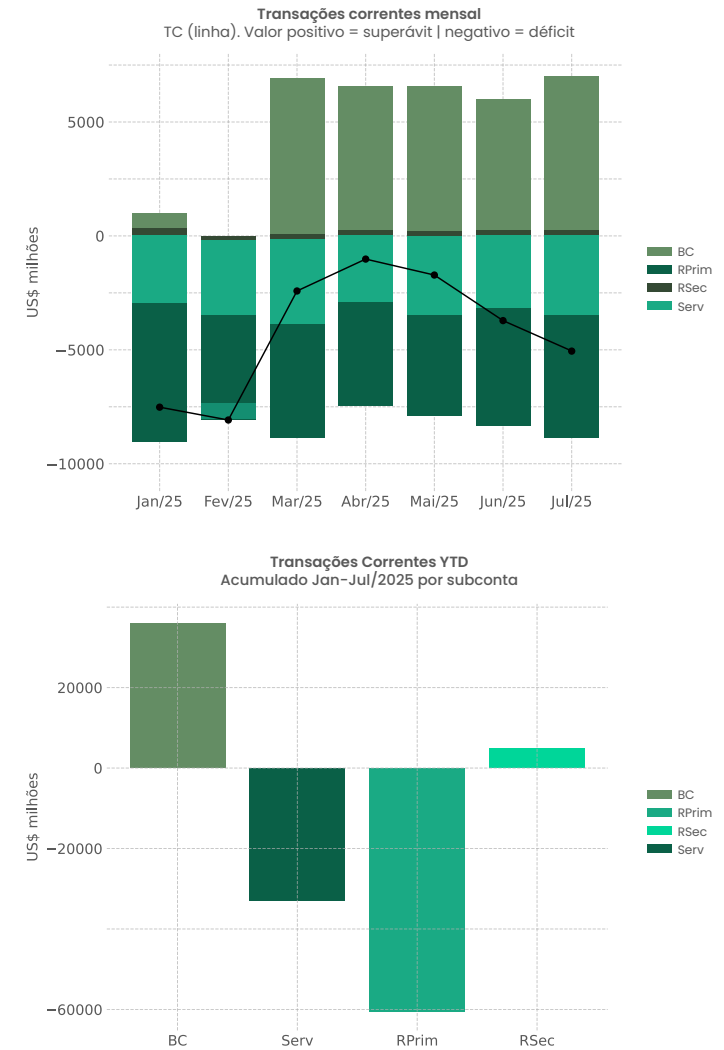
Se, por um lado, a recente valorização do real esteve fortemente condicionada a fatores financeiros externos favoráveis, comuns a outras economias em desenvolvimento, por outro, o quadro das transações correntes continuou a evidenciar sinais de deterioração. A balança comercial manteve superávits expressivos, em linha com o padrão histórico, mas esses resultados foram mais do que compensados pelos déficits persistentes nas contas de serviços e, sobretudo, de rendas primárias (gráfico 10).

O resultado agregado permaneceu deficitário, com alguma melhora observada em março e abril, mas voltando a se aprofundar em maio e alcançando cerca de US\$ 7 bilhões em julho. Esse comportamento reflete, em grande medida, a pressão estrutural exercida pelas remessas de lucros e dividendos, que seguem como o principal fator de fragilidade da conta corrente.

⁵ Ver por exemplo: Para reverter alta do dólar, é necessário pacote significativo de contenção do gasto, diz Castelar (Valor Econômico, 2025. Acesso em: ago. 2025) e Para analistas, dólar continua no nível de R\$ 6 em 2025 (Valor Econômico, 2025. Acesso em: ago. 2025).

No acumulado de janeiro a julho de 2025, o déficit em transações correntes atingiu aproximadamente US\$ 40 bilhões. A composição desse resultado revela um superávit comercial de US\$ 32 bilhões – robusto, mas insuficiente para compensar os déficits em serviços (–US\$ 31 bilhões) e, especialmente, em rendas primárias (–US\$ 43 bilhões). Assim, o saldo da conta corrente permaneceu negativo, embora em patamar considerado administrável diante da disponibilidade de financiamento externo e do volume de reservas internacionais.

Gráfico 10 – Transações correntes



Fonte: Banco Central do Brasil, 2025.

Conta Financeira e Conta Capital

Apesar da deterioração da conta corrente, o Brasil não enfrentou dificuldades para financiar seus déficits externos no primeiro semestre de 2025. Como mostra o gráfico 11, o saldo acumulado de janeiro a julho superou o déficit em transações correntes no mesmo período, assegurando uma margem de folga no financiamento externo.

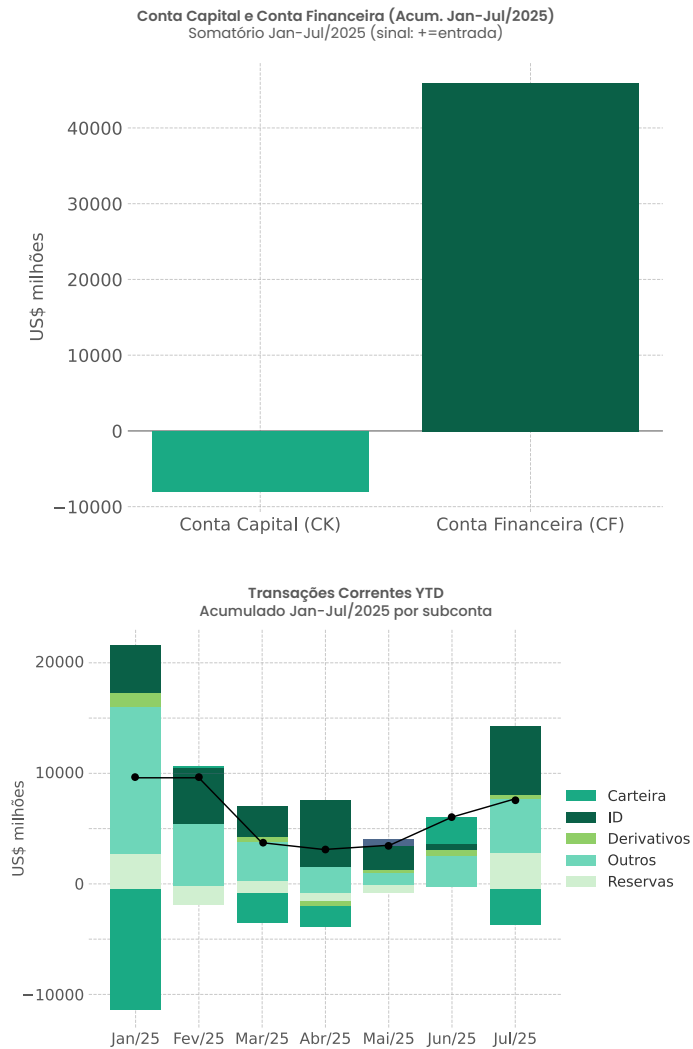
Esse resultado ocorreu mesmo diante das saídas registradas na conta de capital, que somaram aproximadamente US\$ 7,8 bilhões no período, refletindo a continuidade de um padrão observado nos últimos anos, quando fluxos relacionados a criptoativos passaram a ganhar relevância nas estatísticas externas (Lemos, Sousa e Vieira, 2024). Esse movimento, intensificado em 2023 e 2024, embora de magnitude inferior ao saldo da conta financeira, constitui uma nova fonte estrutural de pressão sobre o balanço de pagamentos e um elemento relativamente recente na composição das transações externas do país.

Os investimentos em carteira registraram saídas líquidas significativas, sobretudo em janeiro (–US\$ 11,5 bilhões), mas esse movimento foi gradualmente compensado nos meses seguintes. O financiamento externo, nesse período, contou com duas fontes principais:

- i. o investimento direto, com ingressos líquidos estáveis entre US\$ 8 e 11 bilhões, sinalizando a manutenção da atratividade dos ativos brasileiros; e
- ii. a conta de outros investimentos – que inclui empréstimos externos, depósitos interbancários e créditos comerciais –, responsável por ingressos de US\$ 14,9 bilhões em janeiro e US\$ 8,5 bilhões em julho.

Nos primeiros meses de 2025, essa conta refletiu captações externas de empresas e bancos, além de depósitos de não residentes no sistema bancário doméstico, o que contribuiu para compensar as saídas de portfólio mais concentradas em janeiro.

Gráfico 11 – Conta capital e conta financeira



Fonte: Banco Central do Brasil, 2025.

Condições externas e diferencial de juros

A sustentação das entradas financeiras no primeiro semestre de 2025 esteve diretamente associada à combinação de condições internacionais mais favoráveis e da manutenção dos juros domésticos em patamar elevado – fatores refletidos no aumento do diferencial de juros ajustado pelo risco. Esse diferencial tornou-se um dos principais determinantes da recente valorização do real.

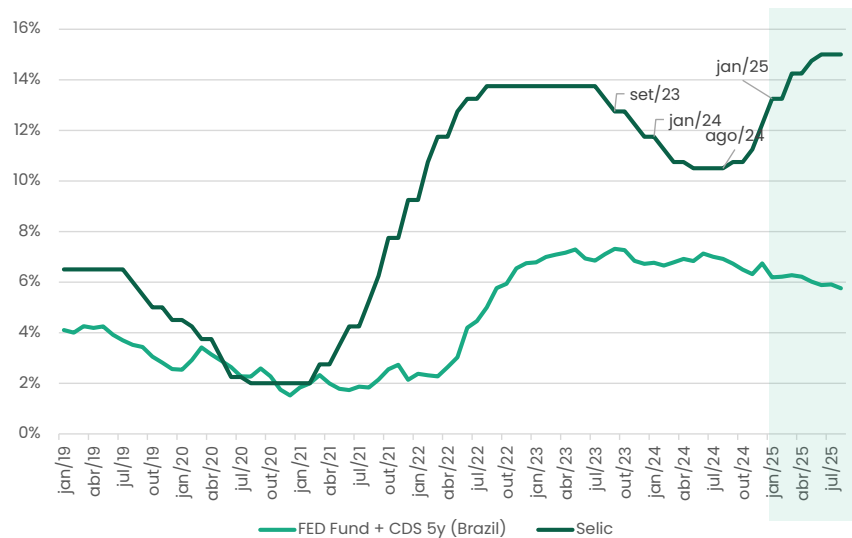
Ao longo de 2025, a taxa Selic manteve-se significativamente acima da taxa externa (*Fed Funds* acrescida do *CDS* de cinco anos), conforme ilustrado no gráfico 12. Essa diferença ampliou a atratividade relativa dos ativos domésticos e abriu espaço para outros canais de ingresso de recursos além dos fluxos tradicionais de portfólio.

Com juros internos elevados e expectativas cambiais mais estáveis, bancos e empresas brasileiras passaram a contar com maior incentivo para captar recursos no exterior por meio de empréstimos e linhas de crédito a custos relativamente mais baixos, internalizando esses valores no mercado doméstico. Paralelamente, investidores não residentes demonstraram maior propensão a manter depósitos em instituições financeiras brasileiras, atraídos pela remuneração em reais.

Esses fluxos, contudo, não são registrados na conta de investimentos em carteira – que contempla aplicações em fundos, títulos e ações –, mas sim na rubrica de *outros investimentos*, especialmente nos itens “empréstimos” e “moeda e depósitos”. Dessa forma, o

diferencial de juros explica, em grande medida, o volume expressivo de ingressos observado nessa conta ao longo do primeiro semestre de 2025.

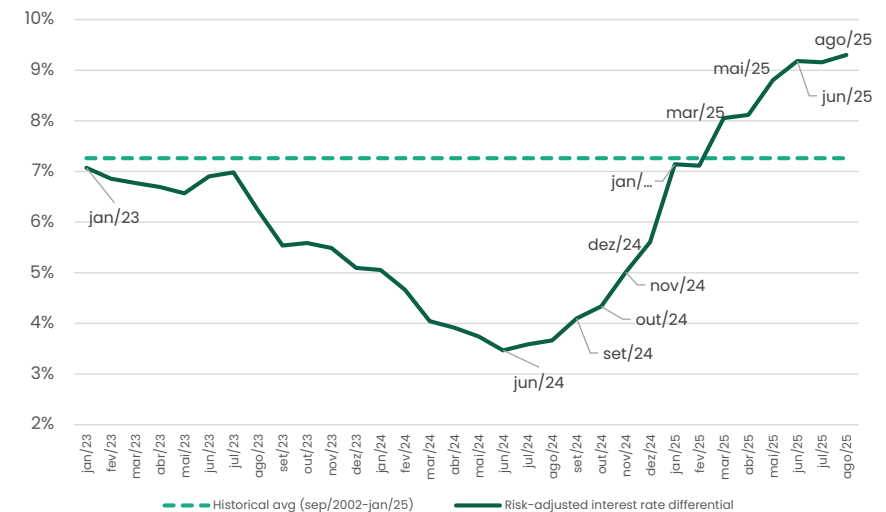
Gráfico 12 – Evolução das taxa de juros doméstica e da taxa externa



Fonte: Banco Central do Brasil, Federal Reserve Economic Data, FRED St. Louis, JP Morgan.

Em perspectiva histórica, esse diferencial atingiu, em 2025, níveis consistentemente acima da média observada desde 2002 (gráfico 13). Esse patamar elevado abre espaço para uma redução gradual da Selic sem comprometer a atratividade dos ativos brasileiros. Do lado externo, esse espaço é reforçado pelas perspectivas de manutenção ou até mesmo queda dos juros nos Estados Unidos⁶, o que tende a aliviar pressões sobre os mercados emergentes e sustentar condições favoráveis de financiamento.

Gráfico 13 – Evolução do diferencial de juros

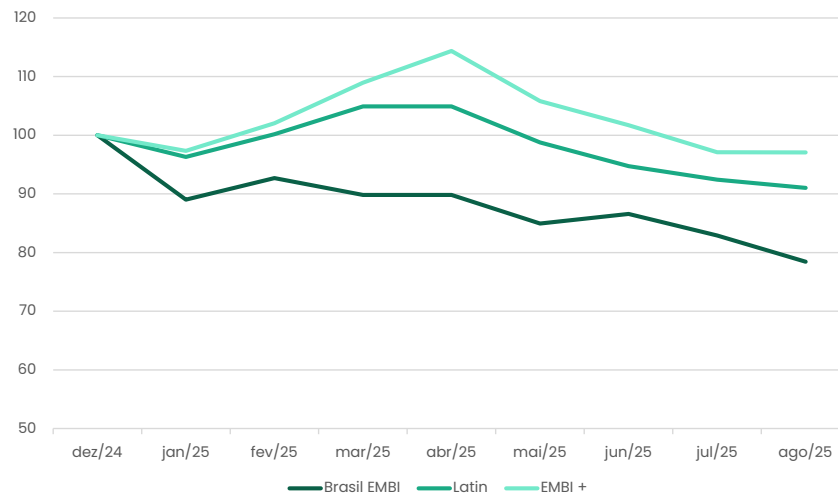


Fonte: Banco Central do Brasil, 2025; Federal Reserve Economic Data, FRED St. Louis, 2025; JP Morgan, 2025.

⁶ Em junho de 2025, o relatório do FOMC indicava que a mediana dos participantes projeta cortes na taxa básica ao longo do ano (FED, 2025). Essa leitura foi reforçada em julho pelo governador Waller, ao afirmar que “seria apropriado reduzir nossa taxa de política pelo menos duas vezes em 2025” (Waller, 2025).

A trajetória recente do risco soberano brasileiro reforça esse quadro. Como mostram Aidar e Braga (2020), os *spreads* em economias em desenvolvimento respondem fortemente às condições globais de liquidez. Nesse contexto, a queda mais intensa do EMBI+ brasileiro em relação à média dos emergentes e ao grupo latino-americano (gráfico 14) indica tanto o efeito do ambiente externo quanto uma melhora relativa na percepção de risco do país. Esse movimento amplia o espaço de manobra para uma flexibilização monetária gradual, sem comprometer a estabilidade cambial no curto prazo.

Gráfico 14 – Evolução do risco país



Fonte: JP Morgan, 2025.

A atuação do Banco Central no mercado de câmbio no primeiro semestre de 2025 foi pontual, mas contribuiu para a tendência de apreciação da moeda. Após um 2024 caracterizado por postura predominantemente passiva, a autoridade monetária retomou os leilões de linha (vendas de dólares à vista com compromisso de recompra) para prover liquidez em momentos de maior demanda, ao mesmo tempo em que adotou postura mais seletiva na rolagem do estoque de *swaps* cambiais. Em junho, foram realizados leilões simultâneos de linha e de *swaps* reversos (compra de dólares no mercado futuro), estratégia que contribuiu para reduzir o cupom cambial e o custo de *hedge*, favorecendo a apreciação do real. Essas medidas foram interpretadas como reforço ao canal de transmissão da política monetária, já que a melhoria das condições de liquidez em dólares e a redução do custo de proteção ampliaram o efeito restritivo da Selic sobre o câmbio⁷.

leilões simultâneos de
linha e de *swaps*
reversos

7 BC amplia efeito de Selic elevada no câmbio e leva dólar a cair 11% no ano (Valor Econômico, 2025. Acesso em: ago. 2025).

FINANÇAS PÚBLICAS FEDERAIS

Esta seção analisa os resultados fiscais do governo federal até o final do terceiro bimestre de 2025, com base nas informações apresentadas no *Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias*, publicado em julho de 2025 e elaborado conjuntamente pelas Secretarias de Orçamento Federal e do Tesouro Nacional. Esse relatório, de periodicidade bimestral, constitui o principal instrumento de monitoramento da execução orçamentária à luz das regras estabelecidas pelo Regime Fiscal Sustentável.



REGIME FISCAL SUSTENTÁVEL

Implementado em 2023, esse arcabouço fiscal combina uma meta de resultado primário com um teto para o crescimento das despesas primárias, vinculado ao desempenho da receita do ano anterior. Nesse contexto, esta análise busca esclarecer as avaliações feitas pelo relatório governamental a respeito das projeções de receitas e despesas primárias, bem como do cumprimento das regras do regime fiscal vigente, complementando-as, quando oportuno, com informações sobre medidas do Executivo e do Judiciário que impactam os resultados.

Verifica-se que, na avaliação referente ao terceiro bimestre, embora a meta de resultado primário esteja sendo cumprida, as despesas primárias do governo federal atingiram o limite imposto pelo teto de gastos. Esse cenário levou à necessidade de bloqueio de despesas discricionárias, de modo a acomodar o crescimento das obrigatórias – um remanejamento necessário para manter o total das despesas primárias dentro do limite legal estabelecido.

Em 2023, primeiro ano do atual mandato presidencial, a Lei Complementar 200/2023 instituiu o Regime Fiscal Sustentável, nova regra fiscal em substituição ao Teto de Gastos⁸ (Emenda Constitucional 95/2016). O Regime Fiscal Sustentável, em

⁸ O teto de gastos, criado pela Emenda Constitucional 95/2016 durante o governo Temer, limitava o crescimento das despesas primárias federais ao valor do ano anterior corrigido apenas pela inflação (IPCA), por um período de 20 anos. Ao longo de sua vigência, foram adotadas exceções que permitiram despesas fora do teto, como os créditos extraordinários em situações de calamidade e, sobretudo, o Orçamento de Guerra aprovado durante a pandemia de Covid-19 em 2020, além da flexibilização para programas como o auxílio emergencial. O teto foi formalmente revogado com a aprovação do Regime Fiscal Sustentável (LC 200/2023).



Regime Fiscal

Sustentável

conjunto com a Lei Complementar 101/2000, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), prevê dois limitadores principais para as finanças públicas.

O primeiro é um limite para a expansão das despesas primárias⁹, que funciona como um teto de gastos corrigido a cada ano. Esse teto para as despesas primárias é corrigido anualmente em proporção ao desempenho da arrecadação federal: cresce o equivalente a 70% do aumento real (isto é, acima da inflação) da receita primária líquida observada no ano anterior. Contudo, o arcabouço estabelece limites mínimos e máximos para essa variação – a despesa deve crescer, no mínimo, 0,6% e, no máximo, 2,5% em termos reais –, ainda que o comportamento da receita primária indique percentuais fora desse intervalo.

Esses limites têm por objetivo evitar tanto a expansão excessiva dos gastos em momentos de forte crescimento da arrecadação quanto uma contração abrupta em períodos de baixo dinamismo fiscal. Assim, caso as despesas primárias projetadas ultrapassem o teto, o governo é obrigado a realizar cancelamentos ou bloqueios de dotações orçamentárias, de forma a assegurar o cumprimento da regra.

⁹ As despesas primárias englobam os gastos do governo excluindo os pagamentos de juros da dívida pública, como por exemplo, salários de servidores, benefícios previdenciários, saúde, educação, investimentos etc. Já as receitas primárias são todos os recursos arrecadados pelo governo que não vêm de operações financeiras, como por exemplo, impostos, contribuições sociais, dividendos de estatais, royalties etc. O resultado primário é a diferença entre as receitas e despesas primárias.

O segundo limitador do Regime Fiscal Sustentável é a meta de resultado primário, definida anualmente pela Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), com uma margem de tolerância de $\pm 0,25\%$ do PIB em torno do valor central. Havendo risco de descumprimento dessa meta, o governo deve contingenciar parte das despesas primárias, reduzindo a execução orçamentária discricionária.

Dessa maneira, o regime combina dois mecanismos de ajuste:

- O teto de despesas, que atrela o crescimento dos gastos ao desempenho da receita do ano anterior, dentro dos limites mínimo e máximo definidos; e
- A meta de resultado primário, que aciona o contingenciamento de despesas caso as projeções indiquem desvio em relação à meta estabelecida.

Ao final do exercício, se a meta de resultado primário não for atingida, o Regime Fiscal Sustentável impõe automaticamente, para o ano subsequente, um conjunto de restrições adicionais. Nessa hipótese:

- o teto de despesas passa a crescer apenas 50% da variação real da receita primária líquida (em vez dos 70% usuais), mantendo os limites de 0,6% e 2,5% de expansão real;



- ficam proibidos aumentos reais em despesas obrigatórias, bem como a criação de novos cargos, funções ou concursos públicos (excetuadas reposições em áreas essenciais);
- é vedada a ampliação de despesas obrigatórias de caráter continuado, assim como a concessão ou expansão de benefícios tributários e financeiros;
- os benefícios previdenciários, assistenciais e de transferência de renda só podem ser reajustados pela inflação, sem ganhos reais.

Essas medidas configuram um conjunto de salvaguardas automáticas voltadas à preservação do equilíbrio fiscal e à previsibilidade das finanças públicas.

Para monitorar as contas públicas e em cumprimento à LRF, a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) publica bimestralmente o **Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias**¹⁰, em que são atualizadas as projeções de receitas e despesas do governo, estimando o resultado primário do ano e verificando o risco de descumprimento das regras fiscais. O relatório serve de gatilho para a aplicação dos dois limitadores do Regime Fiscal Sustentável descrito acima: o cancelamento de gastos caso a despesa projetada ultrapasse o teto; e a necessidade de contingenciamento de gastos, caso haja risco de descumprimento do resultado primário.

Para o ano de 2025, a LDO estabeleceu uma meta de resultado primário zero (equilíbrio entre receitas e despesas primárias) para os Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social. Dado que a meta de resultado primário tem um intervalo de tolerância, o limite inferior para cumprimento da meta, em 2025, ficou estabelecido em R\$ 30,970 bilhões, ou seja, mesmo se o governo central obtiver um déficit primário de quase R\$ 31 bilhões é possível considerar que a meta foi cumprida. Ademais, duas decisões do Supremo Tribunal Federal (STF) autorizaram o governo a excluir algumas despesas do cálculo para o cumprimento da meta. Primeiramente, em 2023, o STF declarou inconstitucional o teto para o pagamento de precatórios estabelecido pelo governo federal em 2021¹¹. A Emenda Constitucional 114/2021 limitava o pagamento de precatórios ao valor pago em 2016, corrigido pela inflação, represando os pagamentos que ultrapassassem esse limite e criando um estoque de precatórios não pagos. Ao julgar inconstitucional a EC 114/2021, o STF decidiu que, até o final de 2026, os valores para pagamento de precatórios que excedessem o antigo limite não deveriam ser considerados para a verificação do cumprimento da meta de resultado primário, nem como para o teto das despesas do Regime Fiscal Sustentável. Para o ano de 2025, as despesas com precatórios “fora do teto” estão projetadas em R\$ 45,323 bilhões.

¹⁰ Ver em: https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-de-avaliacao-de-receitas-e-despesas-primarias-rardp/2025/15?ano_selecionado=2025.

¹¹ Julgamento das Ações Diretas de Inconstitucionalidade (ADIs) 7047 e 7064.



benefícios previdenciários

o STF, por meio do ministro Dias Toffoli, determinou que os R\$ 3,312 bilhões destinados ao ressarcimento dos beneficiários afetados pelos descontos indevidos também sejam excluídos da apuração da meta de resultado primário e do limite máximo de despesas do arcabouço fiscal.

Por sua vez, o Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) para 2025 previa um total de despesas primárias orçamentárias de R\$ 2.930,401 bilhões (ou seja, quase R\$ 3 trilhões), sendo R\$ 681,411 bilhões de despesas não sujeitas ao teto do Regime Fiscal Sustentável¹³ e R\$ 2.248,990 bilhões sujeitas ao limite da regra fiscal. O cálculo desse limite para as despesas primárias está demonstrado na tabela 6. A partir do valor base de despesas primárias sujeitas ao limite em

A segunda medida diz respeito ao ressarcimento de descontos indevidos em benefícios previdenciários¹²:

2024, aplicou-se a correção pelo “IPCA 12 meses” apurado entre julho de 2023 e junho de 2024 (4,23%), acrescida de um crescimento real de 2,5%. O resultado dessa atualização totalizou **R\$ 2.248,990 bilhões**, conforme mencionado anteriormente.

Posteriormente, no primeiro semestre de 2025, o limite das despesas primárias foi ajustado pela diferença do IPCA acumulado em 2024 com relação ao apurado em 12 meses até junho de 2024¹⁴ e pela ADI (Ação Direta de Inconstitucionalidade) 7641¹⁵, que reduziu em R\$ 1,253 bilhões o limite de despesas do Poder Judiciário. Conforme a tabela 6, o limite das despesas primárias para 2025, após os ajustes acima mencionados estava fixado em R\$ 2.260,180 ao final do primeiro semestre do ano.

12 Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental (ADPF) 1236.

13 Das despesas que não estão sujeitas aos limites da regra fiscal, R\$ 544,797 bilhões são referentes a Transferências por Repartição de Receita e R\$ 136,614 bilhões são despesas primárias. Dentre as despesas que não estão sujeitas aos limites do Regime Fiscal Sustentável estão, por exemplo, as Transferências por Repartição de Receitas aos Estados, Distrito Federal e Municípios, o Fundo Constitucional do Distrito Federal (FCDF), o Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação (Fundeb), créditos extraordinários para despesas urgentes, como calamidade pública, dentre outras.

14 A LC 200/2023 prevê que, se o IPCA usado na elaboração da LOA for diferente do IPCA efetivamente apurado para o ano, pode haver abertura de crédito adicional e, na prática, o limite é ajustado. Assim, a diferença entre a variação do IPCA apurado entre julho de 2023 e junho de 2024 (4,23%) e a variação apurada entre janeiro e dezembro de 2024 (4,83%) resultou em um ajuste de R\$ 12,443 bilhões a mais no limite de despesas.

15 ADI (Ação Direta de Inconstitucionalidade) 7641, julgada pelo Supremo Tribunal Federal, questionou a forma de cálculo e a distribuição dos limites individualizados de despesas no âmbito do Regime Fiscal Sustentável. A decisão determinou ajustes imediatos na base de cálculo de 2023, o que reduziu em R\$ 58,9 milhões o limite do Poder Judiciário em relação ao valor aprovado na LOA-2025. Posteriormente, ao aplicar integralmente as regras da lei – correção pela inflação (IPCA) e crescimento real limitado a 70% da variação da receita primária, respeitado o teto máximo de 2,5% -, a base de 2024 foi atualizada e resultou em um novo limite para 2025, R\$ 1,253 bilhão menor que o inicialmente previsto.



Tabela 6 – Demonstração do Cálculo do Limite de Despesas Primárias para 2025 (em R\$ milhões)

Discriminação	Valores
1. Base 2024	2.105.091
(a) IPCA 12 meses: jul 2023/jun 2024 (4,23%)	1,0423
(b) Crescimento real (2,5%)	1,025
2. Limite das despesas primárias PLOA 2025 [1 x (a) x (b)]	2.248.990
(c) Ajuste no limite do Poder Judiciário (ADI 7641)	-1.253
(d) Diferença IPCA (jan/dez 2024)	12.443
3. Limite das despesas primárias 2025 após ajuste [2 + (c) + (d)]	2.260.180

Fonte: Mensagem Presidencial – Projeto de Lei Orçamentária Anual 2025 – Quadro 1; Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias – 3º bimestre de 2025 (publicado em julho de 2025) – Tabela 16.

Para o ano de 2025, o Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias projeta uma receita primária total de R\$ 2.924,394 bilhões, um aumento de R\$ 25,410 bilhões em relação à avaliação feita no segundo bimestre. Para explicar esse aumento na projeção entre os dois bimestres, destacam-se as seguintes fontes de receita:

- **Aumento de R\$ 17,912 bilhões na projeção das receitas oriundas da Exploração de Recursos Naturais, sendo R\$ 17,904 bilhões oriundos de recursos do petróleo, devido ao:**
 - aumento da produção** e do número de cargas previstas para comercialização do petróleo pela Pré-Sal Petróleo S.A. (PPSA) (+ R\$ 3,405 bilhões); e
 - ao leilão que o governo federal pretende realizar em novembro de 2025 para vender seus direitos e obrigações em acordos relacionados à exploração de petróleo e gás em áreas compartilhadas entre empresas (+ 14, 78 bilhões).¹⁶
- **Aumento de R\$ 12,248 bilhões na projeção de arrecadação do Imposto de Renda líquido de incentivos fiscais, devido à arrecadação maior que a prevista do IRPF no primeiro semestre.**¹⁷

**Aumento de
R\$ 17,912 bilhões**

¹⁶ Chamados Acordos de Individualização da Produção (AIPs), essas operações, autorizadas por uma nova lei, funcionam como uma forma de transformar ativos da União em receita imediata, sem gerar novas despesas.

¹⁷ Crescimento da arrecadação das quotas de declaração em maio e maior arrecadação dos itens que compõem o IR Retido na Fonte (IRRF), com destaque para o IRRF Capital e o IRRF Rendimentos de Residentes no Exterior.

Aumento de R\$ 1,783 bilhões

- Aumento de R\$ 1,783 bilhão na projeção de arrecadação líquida do Regime Geral da Previdência Social (RGPS),

devido à incorporação na projeção do aumento esperado na arrecadação em razão de alteração nas regras de compensações tributárias (MP 1.303/2025).¹⁸

- Aumentos de R\$ 1,128 bilhão e R\$ 1,015 bilhão nas projeções de arrecadação com Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) e Imposto de Importação, respectivamente.

Em contrapartida, as projeções para algumas fontes de receita foram revisadas para baixo em comparação ao segundo bimestre (sendo, obviamente, mais que compensadas pelos aumentos mencionados acima), com destaque para:

- Redução de R\$ 10,174 bilhões na projeção de arrecadação com o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), por conta de alterações na legislação do tributo, que excluíram a incidência de IOF sobre operações de “risco sacado”¹⁹.

- Redução de R\$ 1,485 bilhão na projeção de arrecadação da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) devido ao comportamento dos índices ligados à inflação e às alterações introduzidas pela MP 1.303/2025 (ver nota de rodapé 8).
- Redução de R\$ 1,203 bilhão na projeção de arrecadação da Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSLL) devido à arrecadação menor que a estimada no primeiro semestre.
- Redução de R\$ 1,497 bilhão na projeção de receita com Dividendos e Participações.
- As Transferências por Repartição de Receita para 2025 estão projetadas em R\$ 578,916 bilhões, o que resulta em uma projeção de receita líquida de R\$ 2.345,478 bilhões (tabela 7).

¹⁸ A MP 1.303/2025 restringiu o uso de compensações tributárias consideradas indevidas. A medida passou a invalidar créditos sem lastro, limitou compensações de PIS/COFINS e reduziu o espaço de contestação no CARF, permitindo à Receita Federal cobrar de forma mais efetiva os débitos. Com isso, menos tributos da seguridade social são abatidos de forma irregular, elevando diretamente a receita previdenciária.

¹⁹ A Ação Declaratória de Constitucionalidade (ADC) 96, reestabeleceu a eficácia do Decreto 12.499/2025, que majorou alíquotas do IOF em diversas operações financeiras (como crédito entre empresas, operações de câmbio para investimentos no exterior, aplicações em previdência complementar), excetuando os parágrafos que tratavam da incidência do IOF sobre operações de “risco sacado”.

Tabela 7 – Resultado da Avaliação de Receitas e Despesas Primárias do 3º Bimestre (em R\$ milhões)

Discriminação	LOA 2025	Avaliação 2º Bimestre	Avaliação 3º Bimestre	Diferença entre Bimestres
Receita Primária Total	2.930.278,9	2.898.984,4	2.924.394,7	25.410,3
Transferências por Repartição de Receita	570.227,3	580.599,0	578.916,2	-1.682,8
Receita Líquida (1) – (2)	2.360.051,6	2.318.385,5	2.345.478,5	27.093,1
Despesas Primárias	2.389.589,8	2.415.413,0	2.420.410,2	4.997,2
Obrigatórias	2.168.463,5	2.204.841,2	2.209.946,1	5.105,0
Discricionárias do Poder Executivo Ajustadas	221.126,3	210.571,9	210.464,1	-107,8
Discricionárias do Poder Executivo	221.126,3	221.211,7	221.211,7	0,0
Cancelamento – Atendimento do Limite de Despesas		-10.639,9	-10.747,6	-107,8

Resultado Primário (3) – (4)	-29.538,2	-97.027,6	-74.931,7	22.095,9
Compensação da Meta	44.118,3	45.323,1	48.635,9	3.312,8
Precatórios	44.118,3	45.323,1	45.323,1	0,0
Ressarcimento Previdência Social			3.312,8	3.312,8
Resultado Primário após compensação (5) + (6)	14.580,1	-51.704,5	-26.295,8	25.408,7

Fonte: Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias – 3º bimestre de 2025 (publicado em julho de 2025) – Tabela 1.

Do lado das despesas primárias, a tabela 7 mostra que a projeção feita ao fim do terceiro bimestre de 2025 é de R\$ 2.420,410 bilhões, representando um aumento de R\$ 4,997 bilhões em relação à avaliação do segundo bimestre. Dessas despesas, R\$ 2.209,946 bilhões são obrigatórias, enquanto R\$ 210,464 bilhões são despesas discricionárias do Poder Executivo. Esse último valor já está ajustado após o cancelamento de R\$ 10,747 bilhões de gastos para atendimento do limite de despesas de acordo com o teto do Regime Fiscal Sustentável.

Como será mostrado na tabela 8, R\$ 10,638 bilhões haviam sido cancelados após o segundo bimestre, e R\$ 107,8 milhões foram cancelados adicionalmente após a avaliação do terceiro bimestre.

Comparando as projeções de despesas do terceiro bimestre com as do segundo bimestre, destacam-se as seguintes alterações:

- Aumento de R\$ 3,178 bilhões na projeção de despesas com Créditos Extraordinários²⁰, em particular devido à Medida Provisória 1.306/2025, que abre crédito extraordinário de R\$ 3,312 bilhões para ressarcir beneficiários do RGPS por descontos indevidos.²¹
- Aumento de R\$ 2,898 bilhões na projeção de despesas com Benefícios de Prestação Continuada (BPC) da LOAS/RMV, incorporando os impactos do aumento nas concessões, redução nas cessações, aumento dos requerimentos novos e aumento na análise de requerimentos do BPC, especialmente para os beneficiários com deficiência, além de aprimoramentos na metodologia de projeção.

Aumento de
R\$ 3,178 bilhões

Redução de
R\$ 1,953 bilhões

- Redução de R\$ 1,953 bilhão na projeção de despesas com Pessoal e Encargos Sociais. Concentrada

no Poder Executivo, essa queda reflete (i) a atualização das projeções com base na execução orçamentária até junho, que indicou gastos menores que o previsto; (ii) a revisão das estimativas conforme os novos parâmetros macroeconômicos, como inflação e massa salarial; e (iii) o ajuste das dotações orçamentárias após o pagamento de valores retroativos do reajuste salarial autorizado pela Lei 15.141, de 2 de junho de 2025, sobretudo no Ministério da Educação.

- A partir das projeções para as receitas e despesas primárias, podemos passar para a avaliação da compatibilidade destas com as regras fiscais, a saber, o cumprimento do limite (teto) para as despesas primárias e o cumprimento da meta de Resultado Primário.

A tabela 8 mostra a avaliação do cumprimento do limite de despesas de acordo com as regras estipuladas pelo Regime Fiscal Sustentável. Na avaliação do segundo bimestre, o total de despesas sujeitas ao limite da regra fiscal era de R\$ 2.272,014 bilhões, enquanto

20 Conforme o art. 167, § 3º da Constituição Federal, os créditos extraordinários só são admitidos para atender a despesas imprevisíveis e urgentes (como guerra, comoção interna, calamidades públicas ou situações excepcionais).

21 Como já explicado anteriormente, esse valor referente ao ressarcimento dos descontos indevidos na Previdência Social está excluído do cálculo da meta de resultado primário, bem como do “teto” de despesas primárias do Regime Fiscal Sustentável.

o limite de despesas²², já ajustado pela variação do IPCA, estava fixado em R\$ 2.261,375 bilhões, o que levou ao cancelamento de R\$ 10,639 bilhões para cumprimento da regra. Na avaliação do terceiro bimestre, as projeções de despesas sujeitas ao limite e do limite total ajustado pelo IPCA sofreram leve variação, o que implicou no cancelamento adicional de R\$ 107,8 milhões em despesas, totalizando um cancelamento total de R\$ 10,747 bilhões. Deste valor, R\$ 8,3 bilhões referem-se a gastos discricionários, enquanto R\$ 2,447 bilhões são referentes a emendas parlamentares. Entre os gastos discricionários cancelados, R\$ 3,237 bilhões seriam destinados ao Novo PAC²³.

R\$ 3,237 bilhões
seriam destinados ao
Novo PAC

Tabela 8 – Avaliação do cumprimento do limite de despesas no 3º Bimestre (em R\$ milhões)

Discriminação	LOA 2025	Avaliação 2º Bimestre	Avaliação 3º Bimestre	Diferença entre Bimestres
Despesas Sujeitas ao Limite	2.248.833,7	2.272.014,9	2.270.928,5	-1.086,4
Limite	2.248.990,0	2.248.931,1	2.247.737,0	-1.194,1

22 Como demonstrado na tabela 8, na tabela 9, observa-se que o limite de despesas (linha 2) previsto na LOA era de R\$ 2.248,990 bilhões. Esse limite foi reajustado após a avaliação do segundo bimestre para R\$ 2.248,931 bilhões e posteriormente reduzido para R\$ 2.247,737 bilhões após a avaliação do terceiro bimestre (cf. linha 2) devido à ADI 7641.

23 Agência Brasil. Decreto detalha liberação de R\$ 20,6 bilhões do orçamento de 2025. Agência Brasil – Economia, 22 jul. 2025. Disponível em: agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2025-07/decreto-detalha-liberacao-de-r-206-bilhoes-do-orcamento-de-2025. Acesso em: 20 ago. 2025.

Diferença IPCA (acréscimo ao limite)		12.443,9	12.443,9	0,0
Limite Total com Acréscimo IPCA	2.248.990,0	2.261.375,0	2.260.180,9	-1.194,1
Espaço (+) / Ajuste (-) (3) - (1)	156,3	-10.639,9	-10.747,6	-107,8

Fonte: Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias – 3º bimestre de 2025 (publicado em julho de 2025) – tabela 16.

A avaliação do cumprimento da meta de resultado primário é mostrada na tabela 10. Na avaliação feita no segundo bimestre, já considerando o cancelamento de R\$ 10,639 bilhões de gastos para adequar-se ao limite de despesas (conforme tabela 9), projetava-se um déficit primário de R\$ 51,704 bilhões para 2025, superando o limite inferior da meta de resultado primário que, como dissemos, é de um déficit de R\$ 30,970 bilhões. Por conta disso, o governo contingenciou R\$ 20 bilhões em gastos. No entanto, com a melhora significativa da projeção para a receita primária total, descrita anteriormente, no terceiro bimestre, a projeção

apontando um superávit de
R\$ 4,674 bilhões

para o resultado primário reverteu-se, apontando um superávit de R\$ 4,674 bilhões. Com isso, o governo liberou, após a avaliação do terceiro bimestre, os R\$ 20 bilhões que haviam sido contingenciados após a avaliação do bimestre anterior (ênfatisa-se que o cancelamento de R\$ 10,747 bilhões foi mantido, pois refere-se ao cumprimento do limite de despesas do arcabouço fiscal e não da meta de resultado primário). Com essa liberação de recursos, os ministérios das Cidades, da Defesa e da Saúde tiveram R\$ 1,928 bilhão, R\$ 1,920 bilhão e R\$ 1,814 bilhão liberados, respectivamente²⁴.

Tabela 9 – Avaliação do Cumprimento da Meta de Resultado Primário no 3º Bimestre (em R\$ milhões)

Discriminação	LOA 2025	Avaliação 2º Bimestre	Avaliação 3º Bimestre	Diferença entre Bimestres
Resultado Primário após compensação (tabela 1)	14.580,1	-51.704,5	-26.295,8	25.408,7
Centro da Meta de Resultado Primário	0,0	0,0	0,0	0,0
Espaço (+) / Ajuste (-) Centro da Meta (7) – (8)	14.580,1	-51.704,5	-26.295,8	25.408,7

Limite Inferior da Meta de Resultado Primário	-30.970,00	-30.970,00	-30.970,00	0,0
Espaço (+) / Ajuste (-) Limite Inferior (7) – (10)	45.550,2	-20.734,5	4.674,2	25.408,7

Fonte: Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias – 3º bimestre de 2025 (publicado em julho de 2025) – tabela 1.

A melhora das projeções de receitas entre os bimestres permitiu a liberação de parte das despesas que haviam sido contingenciadas após a avaliação do segundo bimestre, em função do intervalo de tolerância da meta de resultado primário.

Entretanto, como destacado no início desta seção, o Regime Fiscal Sustentável não se pauta apenas pelo cumprimento das metas de resultado primário, mas também pelo teto de expansão das despesas primárias, atrelado ao crescimento real da receita do ano anterior. No momento, é esse teto – e não a meta de resultado primário – que atua como principal mecanismo de limitação dos gastos públicos.

Enquanto a avaliação do cumprimento da meta projeta uma “folga” de R\$ 4,6 bilhões em relação ao limite inferior da meta de resultado primário, o teto de gastos impôs o cancelamento de R\$ 10,7 bilhões

²⁴ Agência Brasil. Decreto detalha liberação de R\$ 20,6 bilhões do orçamento de 2025. Agência Brasil – Economia, 22 jul. 2025. Disponível em: agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2025-07/decreto-detalha-liberacao-de-r-206-bilhoes-do-orcamento-de-2025. Acesso em: 20 ago. 2025.

em despesas primárias do Poder Executivo, de forma a assegurar o respeito ao limite máximo permitido pelo arcabouço fiscal.

No que se refere ao conjunto das despesas primárias, houve uma queda real de 2,4% naquelas efetivamente realizadas no primeiro semestre em comparação com o mesmo período de 2024 (a preços de junho de 2025), conforme mostra a tabela 11.

Entre os principais componentes:

- As despesas com benefícios previdenciários aumentaram 1,6%;
- As despesas com pessoal e encargos sociais cresceram 0,7%;
- As demais despesas obrigatórias registraram redução real de 10%, com destaque para as despesas com créditos extraordinários (-82%) e sentenças judiciais e precatórios (-94%) em relação ao primeiro semestre de 2024.

Por outro lado, verificaram-se elevações expressivas em itens como abono e seguro-desemprego (+4,8%), Benefício de Prestação Continuada (BPC) (+10,8%), complementação ao Fundeb (+21,9%) e Proagro (+24,5%).

Por fim, as despesas discricionárias apresentaram redução real de 21,2% no primeiro semestre de 2025, quando comparadas ao mesmo período do ano anterior, evidenciando o esforço de contenção fiscal e o papel das despesas não obrigatórias como variável de ajuste no cumprimento das regras do regime fiscal.

Tabela 10 – Comparação das Despesas Primárias: primeiro semestre de 2025 e primeiro semestre de 2024 (em R\$ milhões, a preços constantes de junho de 2025)

Discriminação	Acuml. Jun 2024	Acuml. Jun 2025	Jun 2025 x Jun 2024
DESPESAS PRIMÁRIAS	1.189.172,30	1.160.323,56	-2,4%
1. Benefícios Previdenciários	528.783,79	537.250,02	1,6%
2. Pessoal e Encargos Sociais	184.055,59	185.322,63	0,7%
3. Outras Desp. Obrigatórias	202.626,53	182.401,84	-10,0%
Dentre as quais...			
Abono e Seguro Desemprego	49.470,42	51.855,31	4,8%
Benefícios de Prestação Continuada da LOAS / RMV	57.116,30	63.282,80	10,8%
Complementação ao Fundeb	25.779,03	31.415,33	21,9%
Créditos Extraordinários (Despesas c/ Controle de Fluxo)	8.959,24	1.600,67	-82%
Proagro	10.394,11	12.942,25	24,5%
Sentenças Judiciais e Precatórios (Custeio e Capital)	33.401,50	1.992,64	-94,0%

4. Despesas do Poder Executivo			
Sujeitas à Programação Financeira	273.706,39	255.349,07	-6,7%
Despesas Obrigatórias com Controle de Fluxo			
	183.146,56	184.028,23	0,5%
Despesas Discricionárias			
	90.559,83	71.320,84	-21,2%

Fonte: Resultado do Tesouro Nacional – junho de 2025 – Tabela I.1-A.

A diferença entre um ano e outro pode ser explicada, de forma mais significativa, pelo elevado valor de sentenças judiciais e precatórios pagos em fevereiro de 2024 (R\$ 31,506 bilhões, a preços de junho de 2025) e pelo contingenciamento de R\$ 20 bilhões, mencionado anteriormente, após a avaliação do segundo bimestre de 2025.

De fato, em julho de 2025 foram pagos R\$ 35,927 bilhões em sentenças judiciais e precatórios, o que explica, em grande parte, o fato de as despesas primárias acumuladas de janeiro a julho de 2025 apresentarem crescimento real de 2,0% em comparação com o mesmo período de sete meses de 2024 – em contraste com a queda real de 2,4% observada quando se considera apenas o primeiro semestre de cada ano.

²⁵ Ver Resultado do Tesouro Nacional – dezembro de 2024.

²⁶ É importante salientar que os contingenciamentos de despesas tendem a afetar negativamente a dinâmica da execução orçamentária, em especial quanto mais próximo do fim do exercício o descontingenciamento ocorrer.

Com o descontingenciamento de R\$ 20 bilhões após a avaliação do terceiro bimestre, estima-se uma despesa primária total de R\$ 2.420,410 bilhões para o ano de 2025 (conforme tabela 8, linha 4).

Dado que a despesa primária total de 2024 foi de R\$ 2.204,711 bilhões,²⁵ isso implica um

despesa primária total de 2024 foi de
R\$ 2.204,711 bilhões

aumento nominal de 9,78% na despesa primária total entre os dois anos. Considerando a mediana das projeções para o IPCA de 2025, apresentada no Relatório Focus de 5 de setembro de 2025 (4,8483%), e partindo do pressuposto de que não ocorram novos contingenciamentos, que a estimativa de despesa obrigatória seja cumprida e que todo o limite disponível para as despesas discricionárias seja utilizado, estima-se um crescimento real de 4,71% no total das despesas primárias em 2025, em comparação a 2024.

Cabe enfatizar, entretanto, que essa projeção representa uma estimativa de despesa, ou seja, define um limite máximo de gasto primário. Não há, portanto, garantia de que, mesmo na ausência de novos contingenciamentos, a despesa projetada na avaliação bimestral – tanto obrigatória quanto discricionária – venha a ser executada integralmente.²⁶

CRÉDITO

Nos relatórios anteriores foram estimadas relações negativas e estatisticamente significativas entre a taxa Selic e três das principais categorias de crédito disponíveis às famílias brasileiras:

- i. crédito pessoal total;
- ii. aquisição de bens total; e
- iii. financiamento imobiliário.

Por meio de estimativas de modelos SVAR (*vetores autorregressivos estruturais*), verificou-se que o crescimento anual dessas três categorias é negativamente impactado pela Selic, resultado estatisticamente significativo conforme indicado pelas funções de impulso-resposta e seus respectivos intervalos de confiança.

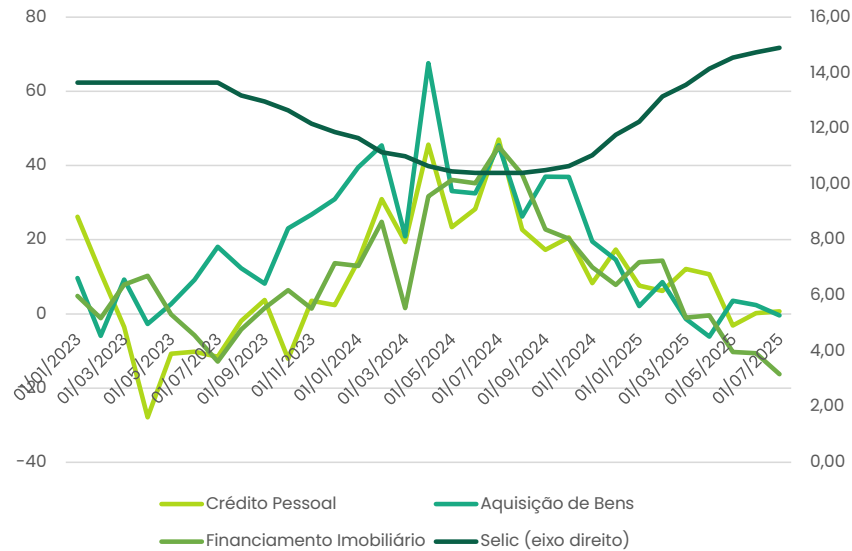
As demais categorias de crédito – como cartão de crédito e cheque especial – mostraram-se mais fortemente correlacionadas com a renda das famílias e, por esse motivo, não foram consideradas gastos autônomos neste relatório²⁷.

O gráfico 15 compara o comportamento do crescimento real de novas concessões (medido no eixo esquerdo) das três categorias de crédito nos últimos três anos com a taxa Selic (medida no eixo direito)²⁸. Observa-se que todas as três categorias de crédito apresentaram desaceleração do crescimento em 2025, em comparação às concessões do mesmo mês de 2024, com destaque para o financiamento imobiliário que mostrou um claro movimento de retração neste ano. As estimativas empíricas realizadas neste relatório, assim como em relatórios anteriores, corroboram a argumentação de que esta desaceleração do crescimento é explicada, pelo menos em parte, pelo patamar mais elevado da taxa Selic em 2025, como ilustrado no gráfico 15.

²⁷ As estimativas de SVAR (vetores autorregressivos estruturais) foram atualizadas e confirmadas para este relatório. No entanto, dada a semelhança com os resultados anteriores, optou-se por não apresentar as funções de impulso resposta novamente no presente relatório.

²⁸ Vale destacar que no gráfico 15 o crescimento de concessões é medido em comparação com o número de novas concessões no mesmo mês do ano anterior. Já a taxa Selic é medida acumulada no mês, anualizada. Enquanto o crescimento do crédito é apresentado em termos reais, deflacionado pelo IPCA, a Selic está em termos nominais.

Gráfico 15 – Crescimento do crédito vs. Selic



Fonte: BACEN, 2025. Séries temporais.

A partir desse resultado preliminar, a tabela 11 apresenta ainda uma série de estimativas de correlação e de elasticidades entre o crescimento anual das diferentes categorias de crédito e a taxa Selic acumulada no mês anualizada (% a.a.):

Tabela 11 – Relação entre a taxa Selic e as diferentes categorias de demanda autônoma financiadas por crédito

Categoria de crédito	Correlação	Elasticidade (OLS) ²⁹	Elasticidade (MLE) ³⁰
Crédito Pessoal	-0,4738	-1,8881	-2,5660
Aquisição de bens	-0,2965	-1,7352	-3,1910
Financiamento Imobiliário	-0,6503	-4,339	-5,7677

Fonte: BACEN, 2025. Séries temporais. Elaboração dos autores, 2025.

Percebe-se, em primeiro lugar, que a relação negativa entre as três categorias de crédito e a taxa Selic pode ser observada tanto pelas estimativas de correlação quanto pelas elasticidades. Além disso, verifica-se que as correlações e elasticidades estimadas para o financiamento imobiliário, quando comparadas às demais categorias, corroboram a hipótese de que esse tipo de crédito é o mais sensível aos aumentos recentes da taxa Selic.

As estimativas obtidas por meio de filtros de Kalman também foram utilizadas para projetar o crescimento das novas concessões das três categorias de crédito analisadas até o final de 2025. Nesse

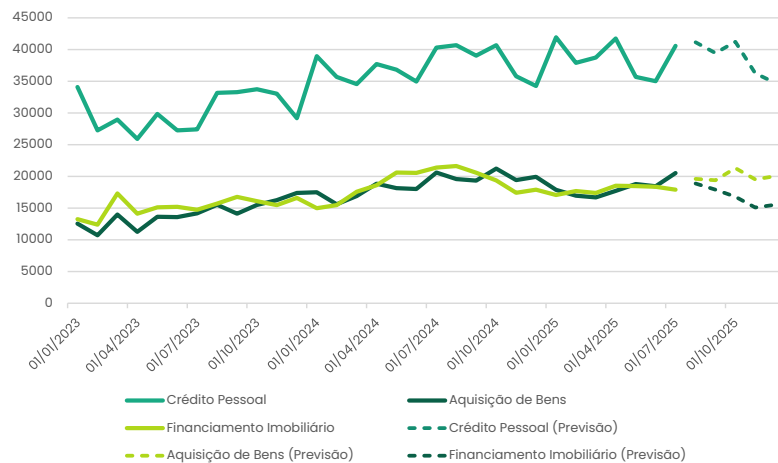
29 As elasticidades (OLS) foram estimadas usando o método de mínimos quadrados ordinários. Vale ressaltar que o método OLS pressupõe erros não autocorrelacionados, o que pode afetar a significância dos resultados acima.

30 As elasticidades (MLE) foram estimadas usando filtros de Kalman que incorporam a possibilidade de comportamentos polinomiais e de ARIMA, para além do efeito da taxa Selic enquanto um regressor em um modelo de estimação por máxima verossimilhança (MLE).

exercício de previsão, considerou-se apenas o cenário de manutenção da taxa Selic em 15% até dezembro de 2025.

O gráfico 16 apresenta os dados de concessões (em milhões de reais, deflacionados pelo IPCA) e as projeções para o período de agosto a dezembro de 2025. Cabe destacar que, diante da expectativa de manutenção da taxa Selic em patamar relativamente elevado, as previsões indicam, em geral, tendência de estagnação ou queda nas concessões de crédito até o final do ano, como ilustrado no gráfico 16.

Gráfico 16 – Previsões de crescimento para os gastos autônomos financiados por crédito



Fonte: BACEN, 2025. Séries temporais. Elaboração dos autores, 2025.

31 Os valores a partir de agosto de 2025 foram estimados, pois ainda não tinham sido divulgados na data de publicação deste relatório.

Assim, estima-se que o crescimento do total de crédito concedido nas três categorias em 2025, em comparação a 2024, seja de apenas 0,012%, considerando o cenário de manutenção da taxa Selic em 15%. Esse resultado contrasta fortemente com o crescimento do crédito observado em 2024, como mostra a tabela 12:

Tabela 12 – Previsão (2025) e histórico (2024) de crescimento do consumo autônomo e do investimento residencial

Ano	Crédito pessoal	Aquisição de bens	Total consumo autônomo	Financiamento imobiliário	Total de crédito
2024	23,78%	33,49%	26,86%	23,66%	26,04%
2025 ³¹	3,33%	0,72%	2,46%	-7,28%	0,012%

Fonte: Bacen, 2025. Séries temporais. Elaboração dos autores, 2025.

Destaca-se, por fim, que é esperado um crescimento modesto do consumo autônomo – obtido pela soma da aquisição de bens e do crédito pessoal – de 2,46% em 2025, e um crescimento negativo para o investimento residencial, estimado em -7,28%. Esse resultado negativo tende a exercer papel relevante na redução do crescimento total do crédito em 2025, tornando-o substancialmente inferior ao observado em 2024.

INFLAÇÃO

Um aspecto positivo da conjuntura econômica recente foi uma tendência declinante da inflação como aponta o gráfico 17 da inflação acumulada em 12 meses.

Gráfico 17 – IPCA



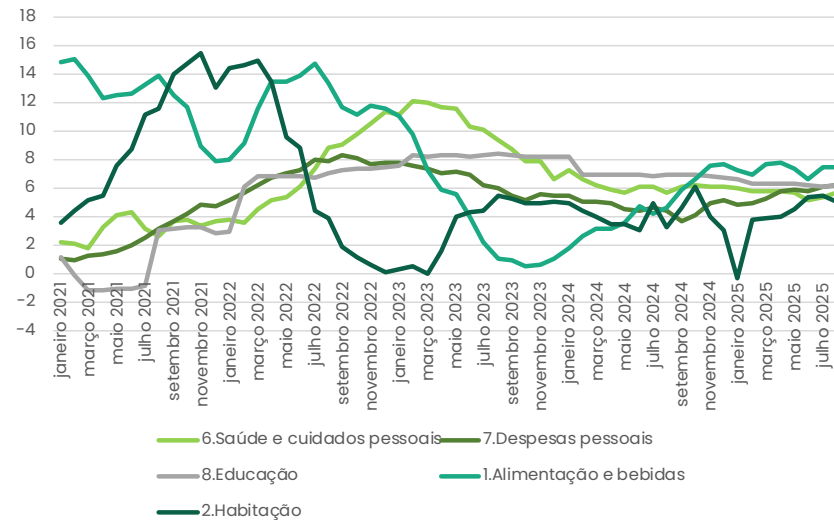
Fonte: IBGE, 2025.

Após atingir um pico de 5,5% em março deste ano, a inflação passou a recuar de forma consistente e, salvo a ocorrência de algum evento inesperado, tende a retornar a níveis próximos aos observados desde o pico relacionado à pandemia da COVID-19.

A dinâmica da inflação, contudo, não é homogênea entre seus componentes. Os diferentes grupos de bens e serviços apresentam comportamentos distintos, refletindo sistemas de precificação próprios, que respondem à natureza dos produtos, às suas estruturas de produção e às características de seus mercados.

No gráfico 18 são apresentados os grandes grupos que, de forma recorrente, registram crescimento de preços acima do IPCA.

Gráfico 18 – Itens que cresceram acima do IPCA



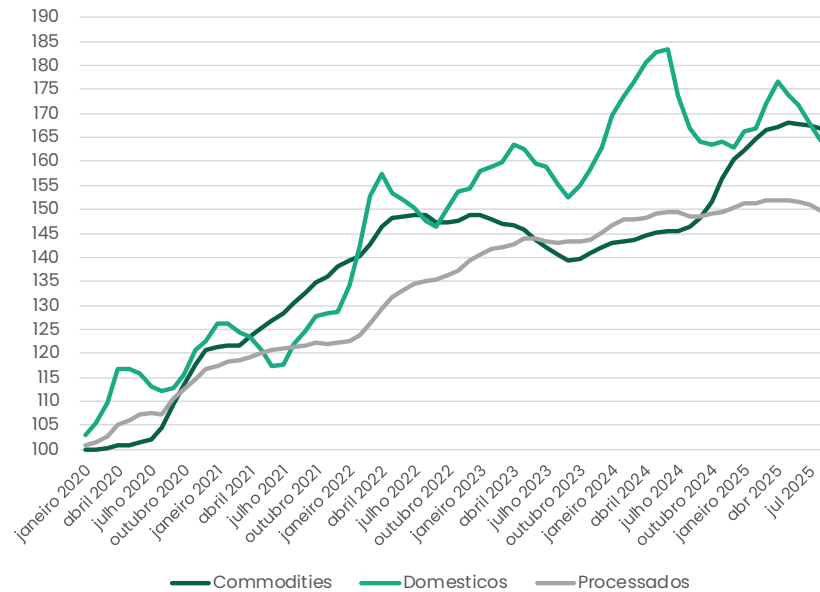
Fonte: IBGE, 2025.

Fica evidente que a aceleração da inflação em 2024 e nos primeiros meses de 2025, observada no gráfico 19, decorreu principalmente do aumento dos preços dos alimentos. Como já discutido em boletins anteriores desta série, um fator fundamental para esse comportamento foi a combinação entre a elevação dos preços das *commodities* e a desvalorização cambial ocorrida em 2024.

Com a mudança da política monetária observada neste ano (ver seção sobre o setor externo) e a alteração na trajetória de algumas *commodities* – como o café, por exemplo, que apresentou uma queda brusca de quase 20% entre fevereiro e julho de 2025 – já se observou uma redução do preço desse produto em julho. Em outras *commodities*, como a carne bovina, o efeito do câmbio foi mais relevante do que o comportamento dos preços internacionais.

A queda dos preços dos produtos alimentares consumidos no domicílio, entretanto, não se restringiu aos itens classificados como *commodities* (ver boletins anteriores), mas também atingiu grupos de alimentos denominados domésticos e até mesmo os processados, tradicionalmente de trajetória mais estável, em razão dos demais custos relevantes embutidos em sua produção, como se observa no gráfico 19.

Gráfico 19 – Evolução de preços dos alimentos – Categorias selecionadas (índice)



Fonte IBGE, 2025. Elaboração dos autores, 2025.

De qualquer forma, o ponto central é que os preços dos alimentos, em seu conjunto, apresentaram queda, com impacto significativo sobre a população de renda mais baixa, para a qual o consumo de alimentos representa uma parcela expressiva da cesta de consumo.

32 No relatório anterior, ressaltou-se que tal valor está muito distante da média histórica brasileira desde a estabilização dos anos 1990 (Cf. Boletim Fiscal dos Estados Brasileiros, 2025/1).

Observando o gráfico 18, que reúne os componentes cujos preços crescem acima do IPCA, nota-se que apenas as categorias de despesas pessoais e habitação se mantêm nesse grupo, ambas influenciadas por fatores essencialmente exógenos, ou seja, não diretamente relacionados ao ciclo econômico. O primeiro caso reflete a pressão dos preços do fumo, enquanto o segundo decorre, em grande parte, do aumento das tarifas de energia elétrica.

Pode-se afirmar que, conforme analisado na seção sobre o setor externo, o comportamento atual do câmbio não indica pressões de desvalorização. Esse fator, aliado à ausência de uma tendência consistente de alta nas *commodities* internacionais, aponta para uma perspectiva favorável em relação aos preços agrícolas – salvo eventuais choques em produtos domésticos e sazonais.

Outros preços que dependem de custos domésticos, especialmente os vinculados aos salários – que, como visto na seção de mercado de trabalho, vêm apresentando crescimento médio, embora com significativa heterogeneidade entre os setores – não mostram sinais de aceleração.

Em síntese, as tendências observadas até agosto indicam que a inflação deve permanecer em uma trajetória semelhante à dos anos recentes, ainda que se mantenha afastada do centro da meta estabelecida pelo governo.³²

ANÁLISE DAS FINANÇAS ESTADUAIS

Esta seção tem como objetivo analisar os dados mais recentes das finanças públicas estaduais, comparando-os com os resultados apresentados no lançamento da 2ª edição deste boletim, em março de 2025. A análise busca identificar padrões comuns e outliers entre as unidades da federação, com base nas informações mais atualizadas disponíveis, referentes ao segundo semestre de 2025.

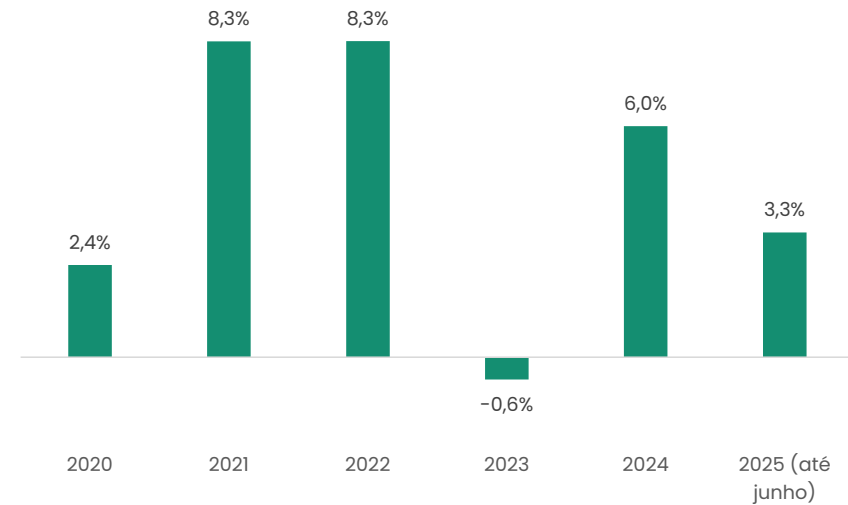
Receitas

A análise das receitas baseia-se nos dados do *Relatório Resumido de Execução Orçamentária (RREO)*, Anexo 3, referentes ao 3º bimestre de 2025.

No agregado dos estados, a evolução da Receita Corrente Líquida (RCL) apresentou crescimento contínuo (acumulado em 12 meses) entre 2020 e 2022. Em 2023, contudo, registrou retração de 0,6%, motivada principalmente pela queda na arrecadação do ICMS naquele ano. No exercício seguinte, 2024, a RCL retomou uma trajetória robusta de expansão, com aumento de 6,0% no acumulado de 12 meses.

Na comparação entre o primeiro semestre de 2024 e o mesmo período de 2023, observou-se um crescimento real de 5,1% (atualização da 1ª edição). Já para o primeiro semestre de 2025, em relação ao primeiro semestre de 2024, verificou-se uma desaceleração, com expansão de 3,3%.

Gráfico 20 – Crescimento real da Receita Corrente Líquida (RCL) do total das Unidades da Federação (2020– junho/2025)

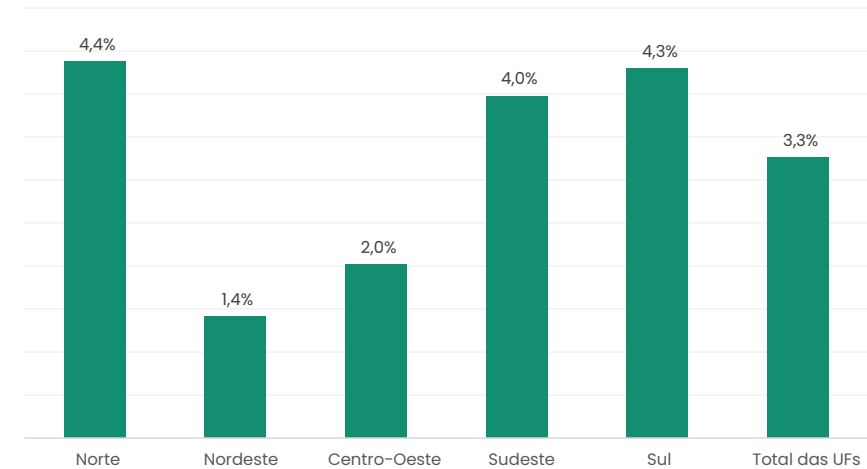


Fonte: *Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO)* – Anexo 3, 6º bimestre 2019–2024 e 3º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de jun/25 corrigidos pelo IPCA.

Com o intuito de detalhar esse comportamento fiscal por região, a análise do gráfico 21 revela uma mudança considerável em relação aos dados apresentados na 2ª edição do boletim, que comparava os resultados anuais de 2024 e 2023. De modo geral, ao se comparar o primeiro semestre de 2025 com o mesmo período de 2024, todas as regiões registraram crescimento real da RCL inferior, o que explica a desaceleração observada na média das unidades da federação.

Enquanto na 2ª edição do boletim a média de crescimento dos estados era de 6%, a nova análise indica uma expansão de 3,3%. O Nordeste foi a região que mais contribuiu para esse resultado: anteriormente, havia se destacado com um crescimento real de 10,1%, mas agora apresenta a menor taxa entre todas as regiões, de apenas 1,4%. Em seguida aparece o Norte, que também registrou forte desaceleração, passando de 8,8% para 4,4% de crescimento.

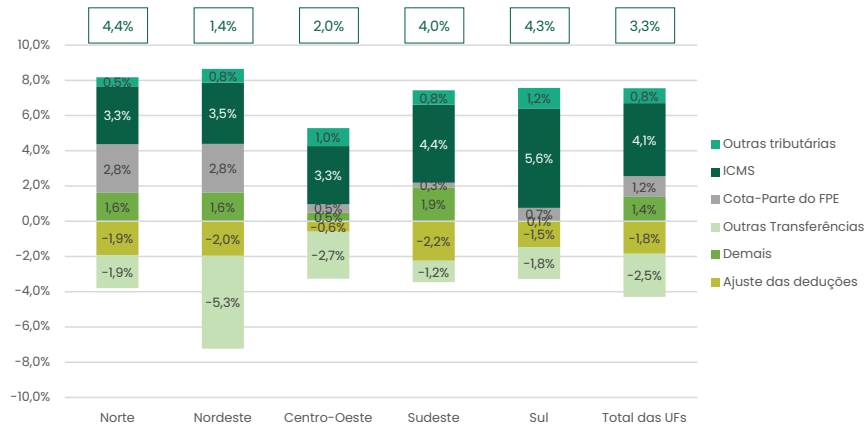
Gráfico 21 – Crescimento real da Receita Corrente Líquida (RCL) por região (jun. 2025/ jun. 2024)



Fonte: *Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 3, 6º bimestre 2019-2024 e 3º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de jun./25 corrigidos pelo IPCA.*

Para identificar os determinantes dos resultados apresentados, decompôs-se a RCL a fim de analisar a contribuição de seus componentes. Verificou-se que no Nordeste o principal fator para desaceleração do crescimento da RCL foi a rubrica 'Outras Transferências', seguida por 'Ajuste das Deduções'. Em contrapartida, destaca-se o ICMS como componente mais significativo para o resultado positivo do crescimento da RCL, especialmente nas regiões Sul e Sudeste.

Gráfico 22 – Decomposição da variação real da Receita Corrente Líquida (RCL) por região (jun. 2025/ jun. 2024)



Fonte: *Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 3, 6º bimestre 2019-2024 e 3º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de jun./25 corrigidos pelo IPCA.*

Ao se analisar mais detalhadamente os componentes da RCL, observa-se que o impacto negativo de “Outras Transferências” na região Nordeste decorre, sobretudo, do desempenho da Bahia, onde essa rubrica apresentou retração de 11,2%.

O Centro-Oeste registrou a segunda maior contração nessa categoria, influenciada principalmente pelo Mato Grosso do Sul, que apresentou o maior recuo da região, de 4,3%.

Em sentido oposto, a contribuição positiva do ICMS nas regiões Sul e Sudeste foi impulsionada, respectivamente, pelo Rio Grande do Sul e pelo Rio de Janeiro. O Rio de Janeiro registrou crescimento de 4,8% na arrecadação do ICMS, valor próximo à média nacional (4,1%), mas significativo dentro do contexto fiscal do estado. Já o Rio Grande do Sul apresentou aumento de 8,2%, o maior crescimento do ICMS entre todas as unidades da federação no período analisado.

Tabela 13 – Decomposição da variação Real da Receita Corrente Líquida por UF (jun. 2025/jun. 2024)

	ICMS	Outras tribu- tárias	Cota-Parte do FPE	Outras Trans- ferências	Demais	RECEITAS COR- RENTES (I)	Ajuste das de- duções	RCL
Norte	3,3%	0,5%	2,8%	-1,9%	1,6%	6,3%	-1,9%	4,4%
AC	0,4%	0,9%	7,0%	-0,5%	0,8%	8,7%	-1,3%	7,3%
AM	5,0%	0,8%	2,3%	0,2%	4,3%	12,6%	-2,5%	10,1%
AP	0,9%	1,2%	2,1%	-1,9%	0,6%	3,0%	-1,5%	1,4%
PA	3,4%	-0,1%	1,9%	-3,9%	0,2%	1,5%	-0,9%	0,6%
RO	4,6%	0,7%	2,2%	-1,2%	1,2%	7,5%	-2,1%	5,4%
RR	2,0%	1,0%	6,7%	-2,7%	5,1%	12,1%	-8,3%	3,8%
TO	2,7%	0,5%	1,9%	-0,7%	0,7%	5,1%	-0,8%	4,3%
Nordeste	3,5%	0,8%	2,8%	-5,3%	1,6%	3,4%	-2,0%	1,4%
AL	0,8%	1,5%	3,7%	-2,3%	2,4%	6,0%	-1,6%	4,5%
BA	3,9%	1,0%	1,9%	-11,2%	2,9%	-1,5%	-1,9%	-3,4%
CE	4,4%	1,2%	2,7%	-4,3%	0,4%	4,4%	-2,0%	2,4%
MA	5,6%	1,0%	3,1%	-4,9%	0,3%	5,2%	-3,3%	1,9%
PB	4,5%	1,2%	3,1%	-2,9%	1,0%	6,9%	-2,0%	4,9%
PE	3,9%	0,8%	2,3%	-4,0%	0,1%	3,1%	-2,8%	0,3%
PI	2,0%	0,4%	2,9%	-2,1%	0,1%	3,4%	-1,1%	2,3%
RN	-0,2%	-2,1%	4,1%	-0,3%	-1,6%	0,0%	0,3%	0,3%
SE	2,1%	0,6%	4,3%	-1,4%	11,7%	17,2%	-1,3%	16,0%

Centro-Oeste	3,3%	1,0%	0,5%	-2,7%	0,5%	2,6%	-0,6%	2,0%
DF	2,0%	0,7%	0,3%	-3,2%	0,0%	-0,3%	-0,2%	-0,6%
GO	5,0%	0,3%	0,3%	-1,8%	2,8%	6,5%	-1,4%	5,1%
MS	1,0%	0,6%	1,0%	-4,3%	-1,2%	-2,8%	0,8%	-2,0%
MT	4,1%	2,6%	0,6%	-2,1%	-0,8%	4,4%	-0,8%	3,6%
Sudeste	4,4%	0,8%	0,3%	-1,2%	1,9%	6,2%	-2,2%	4,0%
ES	4,2%	1,4%	0,8%	-3,9%	7,2%	9,7%	-1,9%	7,8%
MG	4,7%	0,4%	0,5%	0,9%	1,3%	7,8%	-1,9%	5,9%
RJ	4,8%	0,0%	0,3%	-2,9%	7,0%	9,2%	-3,7%	5,5%
SP	4,2%	1,2%	0,1%	-1,2%	-0,2%	4,1%	-1,9%	2,2%
Sul	5,6%	1,2%	0,7%	-1,8%	0,1%	5,8%	-1,5%	4,3%
PR	3,9%	0,7%	0,6%	-1,3%	-0,2%	3,7%	-0,2%	3,5%
RS	8,2%	2,0%	0,7%	-3,4%	0,4%	7,8%	-2,8%	5,0%
SC	4,9%	0,8%	0,7%	-0,5%	0,1%	6,0%	-1,6%	4,4%
Total das Unidades da Federação	4,1%	0,8%	1,2%	-2,5%	1,4%	5,1%	-1,8%	3,3%

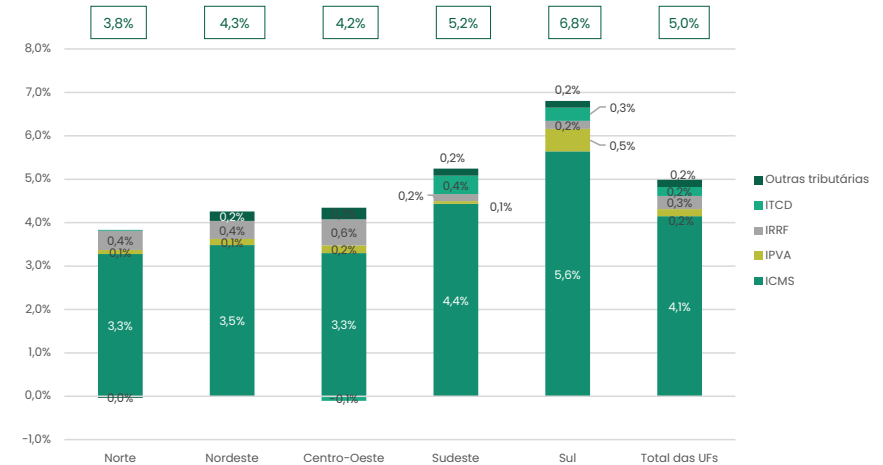
Fonte: *Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO)* – Anexo 3, 6º bimestre 2019-2024 e 3º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de jun./25 corrigidos pelo IPCA.

Nesta atualização, a análise da decomposição da variação da RCL restringe-se ao exame das receitas tributárias e das receitas de transferências. No que se refere à participação das receitas tributárias na variação total da RCL, observa-se que não houve discrepâncias significativas entre as regiões.

Como esperado, o ICMS manteve-se como o principal componente das receitas tributárias que compõem a RCL de cada região. Destaca-se o desempenho da região Sul, impulsionado pelo Rio Grande do Sul, conforme mencionado anteriormente, e o do Rio de Janeiro, que contribuiu de forma relevante para o resultado do Sudeste.

Por outro lado, chama atenção o caso do Mato Grosso do Sul, que destoou do padrão da região Centro-Oeste ao registrar variação de apenas 1% na arrecadação de ICMS, desempenho consideravelmente inferior ao dos demais estados da região.

Gráfico 23 – Decomposição da variação real das receitas tributárias em proporção da RCL por região (jun. 2025/jun. 2024)



Fonte: *Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 3, 6º bimestre 2019-2024 e 3º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de jun./25 corrigidos pelo IPCA.*

Além disso, a região Sul registrou a maior variação do IPVA, enquanto a região Centro-Oeste liderou a variação do IRRF. No que se refere ao IPVA, destaca-se o desempenho do RS, com variação positiva de 0,9%. Quanto ao IRRF, merecem destaque os casos do Amapá e do Rio Grande do Norte. O Amapá apresentou uma variação positiva de 1,0%, valor significativamente superior à média agregada das Unidades da Federação (0,3%). Em sentido oposto, o Rio Grande do Norte registrou uma variação negativa de 1,8%.

Tabela 14 – Decomposição da variação real das receitas tributárias em proporção da RCL por UF (jun. 2025/jun. 2024)

UF	ICMS	IPVA	IRRF	ITCD	Outras tributárias
Norte	3,3%	0,1%	0,4%	0,0%	0,0%
AC	0,4%	0,2%	0,5%	0,0%	0,1%
AM	5,0%	0,2%	0,4%	0,1%	0,2%
AP	0,9%	0,2%	1,0%	0,0%	0,0%
PA	3,4%	0,1%	0,3%	-0,1%	-0,4%
RO	4,6%	-0,2%	0,7%	0,1%	0,1%
RR	2,0%	0,1%	0,6%	0,0%	0,4%
TO	2,7%	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%
Nordeste	3,5%	0,1%	0,4%	0,0%	0,2%
AL	0,8%	0,4%	0,8%	0,1%	0,2%
BA	3,9%	0,1%	0,6%	0,1%	0,3%
CE	4,4%	0,1%	0,6%	0,2%	0,2%
MA	5,6%	-0,2%	0,9%	0,0%	0,2%
PB	4,5%	0,2%	0,8%	-0,1%	0,3%
PE	3,9%	0,6%	0,3%	-0,3%	0,3%
PI	2,0%	-0,1%	0,4%	0,0%	0,0%
RN	-0,2%	-0,1%	-1,8%	0,0%	0,0%

SE	2,1%	0,0%	0,4%	-0,2%	0,3%
Centro-Oeste	3,3%	0,2%	0,6%	-0,1%	0,3%
DF	2,0%	0,1%	0,8%	0,0%	-0,6%
GO	5,0%	-0,1%	0,7%	-0,5%	0,2%
MS	1,0%	0,0%	0,3%	-0,1%	0,3%
MT	4,1%	0,7%	0,4%	0,2%	1,3%
Sudeste	4,4%	0,1%	0,2%	0,4%	0,2%
ES	4,2%	0,4%	0,6%	0,1%	0,3%
MG	4,7%	-0,1%	0,4%	0,2%	-0,1%
RJ	4,8%	0,1%	-0,2%	0,1%	0,1%
SP	4,2%	0,1%	0,2%	0,7%	0,3%
Sul	5,6%	0,5%	0,2%	0,3%	0,2%
PR	3,9%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%
RS	8,2%	0,9%	0,2%	0,6%	0,3%
SC	4,9%	0,5%	0,2%	0,1%	0,1%
Total das Unidades da Federação	4,1%	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%

Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 3, 6º bimestre 2019-2024 e 3º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de jun./25 corrigidos pelo IPCA.

A participação das receitas de transferência na variação total da RCL apresentou um comportamento distinto do verificado na 2ª edição do boletim, especialmente nas regiões Norte e Nordeste.

Na região Norte, a variação total das receitas de transferência — que havia sido de 4,9% entre 2023 e 2024 — reduziu-se para 0,9% na comparação entre o primeiro semestre de 2024 e o mesmo período de 2025. Essa expressiva desaceleração decorre, principalmente, do forte impacto negativo exercido pela rubrica “Outras transferências correntes”.

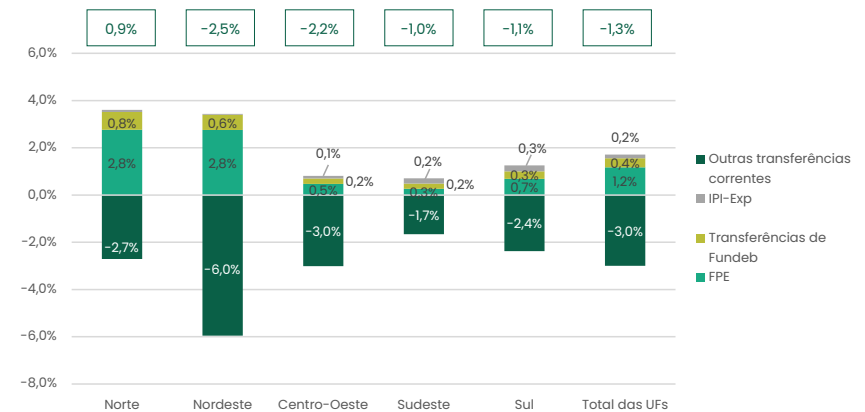
Até o momento, conforme ilustrado no gráfico 22 e na tabela 15, as receitas de transferência eram agrupadas em duas categorias: “Cota-Parte do FPE” e uma agregação denominada “Outras transferências”, que incluía, entre outros componentes, o “IPI-Exportação (IPI-Exp.)” e as “Transferências do Fundeb”. Nesta análise, porém, essa agregação foi decomposta em quatro rubricas específicas: **FPE**, **IPI-Exp.**, **Fundeb** e uma categoria residual denominada **Outras transferências correntes**.

Verifica-se, assim, que a principal responsável pela contribuição negativa das “Outras transferências” para a RCL é justamente essa subcategoria mais restrita, “Outras transferências correntes”.

No caso do Nordeste, o comportamento segue a mesma lógica, mas com intensidade ainda maior. Enquanto na comparação entre 2024 e 2023 as “Outras transferências correntes” haviam contribuído

positivamente com 0,9% para a RCL, agora exercem efeito de arrasto de -6,0%.

Gráfico 24 – Decomposição da variação real das receitas de transferências em proporção da RCL por região (jun. 2025/jun. 2024)



Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 3, 3º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de jun./25 corrigidos pelo IPCA.

Apesar desse resultado ser maior no Nordeste, a rubrica merece destaque, uma vez que apresentou variação negativa em todas as unidades da federação, sem exceção, resultando em uma média de -3% no agregado das Unidades da Federação.

Uma motivação para essa variação negativa generalizada pode ser atribuída à execução das emendas parlamentares individuais. Segundo dados do SIGA Brasil, as emendas impositivas individuais da União para as Unidades da Federação somaram aproximadamente R\$ 524 milhões em valores reais no primeiro semestre de 2024, enquanto no ano de 2025 não houve liquidações.

Tabela 15 – Decomposição da variação real das receitas de transferências em proporção da RCL por UF (jun. 2025/ jun. 2024)

	FPE	Transferências de Fundeb	IPI-Exp.	Outras transferências correntes
Norte	2,8%	0,8%	0,1%	-2,7%
AC	7,0%	1,1%	0,0%	-1,5%
AM	2,3%	1,6%	0,1%	-1,5%
AP	2,1%	0,1%	0,0%	-2,0%
PA	1,9%	0,6%	0,2%	-4,7%
RO	2,2%	0,6%	0,1%	-1,8%
RR	6,7%	0,4%	0,0%	-3,1%
TO	1,9%	0,3%	0,0%	-1,1%
Nordeste	2,8%	0,6%	0,0%	-6,0%
AL	3,7%	1,0%	0,0%	-3,3%

BA	1,9%	0,3%	0,1%	-11,5%
CE	2,7%	0,9%	0,0%	-5,1%
MA	3,1%	1,3%	0,1%	-6,2%
PB	3,1%	0,3%	0,0%	-3,2%
PE	2,3%	0,7%	0,0%	-4,7%
PI	2,9%	1,3%	0,0%	-3,3%
RN	4,1%	-0,1%	0,1%	-0,3%
SE	4,3%	0,4%	0,0%	-1,9%
Centro-Oeste	0,5%	0,2%	0,1%	-3,0%
DF	0,3%	0,4%	0,0%	-3,6%
GO	0,3%	0,5%	0,1%	-2,4%
MS	1,0%	0,1%	0,3%	-4,7%
MT	0,6%	-0,2%	0,1%	-2,0%
Sudeste	0,3%	0,2%	0,2%	-1,7%
ES	0,8%	0,0%	0,2%	-4,1%
MG	0,5%	0,7%	0,3%	0,0%
RJ	0,3%	-0,3%	0,4%	-2,9%
SP	0,1%	0,3%	0,1%	-1,6%
Sul	0,7%	0,3%	0,3%	-2,4%
PR	0,6%	0,5%	0,3%	-2,0%
RS	0,7%	0,2%	0,2%	-3,8%

SC	0,7%	0,3%	0,2%	-1,0%
Total das Unidades da Federação	1,2%	0,4%	0,2%	-3,0%

Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 3, 6º bimestre 2019–2024 e 3º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de jun./25 corrigidos pelo IPCA.

Despesas

A análise das despesas executadas pelos governos estaduais e do Distrito Federal baseia-se nas variações reais das despesas liquidadas nos seis primeiros meses de 2025 em comparação com aquelas liquidadas no mesmo período do ano anterior, salvo indicação em contrário.

A escolha por analisar as despesas a partir da etapa de liquidação, neste *update*, e não pelo empenho, justifica-se por dois motivos principais. Primeiro, o ritmo de execução dos empenhos ao longo do ano tende a ser descompassado, concentrando-se de forma desproporcional em determinados meses sem necessariamente refletir variações reais na execução das despesas como um todo. Essa característica pode gerar distorções significativas em análises que utilizam recortes temporais curtos. O segundo motivo decorre da possibilidade de empenhos serem cancelados antes do

encerramento do exercício financeiro, sem prejuízo à administração pública. Já a etapa da liquidação costuma apresentar um ritmo mais regular ao longo do exercício, mostrando-se, portanto, mais adequada para comparações entre semestres de anos distintos.

Ainda assim, é importante reconhecer que essa abordagem pode gerar distorções pontuais. Por exemplo, uma folha de pagamento que, em determinado exercício, foi liquidada em junho e, no ano seguinte, em julho, pode alterar significativamente o fluxo de caixa mensal sem representar qualquer anomalia na execução orçamentária anual. Assim, a comparação entre o primeiro semestre de 2025 e o primeiro de 2024 serve como indicativo da trajetória das despesas, útil para identificar pontos de atenção, mas sujeita a limitações de interpretação.

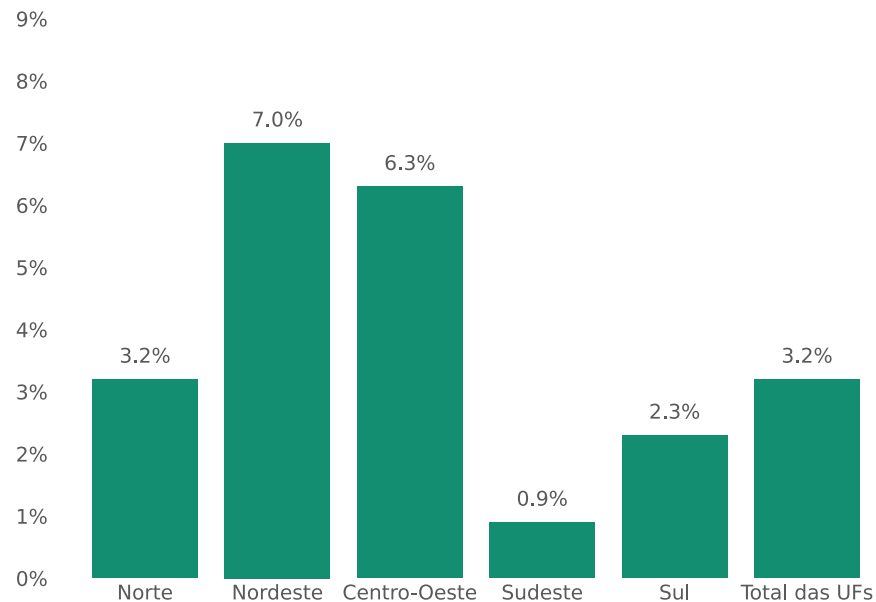
Feitas essas ressalvas, observa-se que a variação real das despesas liquidadas no primeiro semestre de 2025, frente ao mesmo período de 2024, apresentou leve desaceleração em relação à variação real dos empenhos entre 2024 e 2023, embora ainda registre crescimento de 3,2% em termos reais.

O recorte regional mostra que Norte e Nordeste inverteram posições em relação ao padrão anterior: no período mais recente, o Nordeste apresentou forte aceleração, com crescimento real de 7%, enquanto o Norte registrou elevação mais moderada, de 3,2%. A região Centro-Oeste manteve expansão relevante, crescendo 6,3%

**Nordeste
apresentou
crescimento
real de
7%**

em termos reais, ao passo que as regiões Sul e Sudeste exibiram avanços mais modestos, de 2,3% e 0,9%, respectivamente.

Gráfico 25 – Crescimento real das despesas liquidadas por região (jun. 2025/ jun. 2024)



Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 1, 3º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de jul./25 corrigidos pelo IPCA.

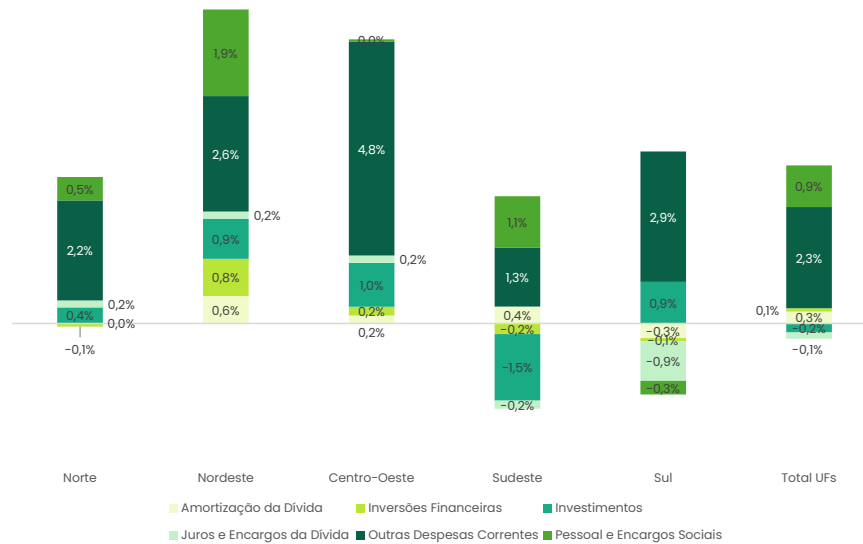
A análise desagregada dos resultados por UF e Grupo de Natureza de Despesa (GND) segue o mesmo procedimento adotado na 2ª edição do boletim e na decomposição das receitas. Em outras palavras, a variação de cada UF e região é decomposta por GND na proporção exata em que cada um deles contribuiu para o resultado observado, de modo que a soma aritmética dos seis GNDs corresponde à variação total real da UF ou da região.

Por exemplo, quando o gráfico 26 apresenta um crescimento de 4,8% nas despesas do GND Outras Despesas Correntes (ODC), isso não significa que as despesas de ODC da região Centro-Oeste cresceram 4,8% em termos reais, mas sim que o crescimento desse grupo contribuiu com um acréscimo de 4,8% dentro da variação regional total de 6,3% destacada no gráfico 25.

Essa metodologia permite evitar que pequenas variações nominais em despesas de baixo peso relativo no total das Unidades da Federação apareçam com grandes variações percentuais, quando, na prática, exerceram pouca influência sobre a variação total real das despesas da UF ou da região analisada.

A decomposição da variação real das liquidações das despesas das regiões, na comparação entre o primeiro semestre de 2025 e o mesmo período de 2024, é apresentada no gráfico 26.

Gráfico 26 – Decomposição da variação real das despesas liquidadas por Região e GND (jun. 2025/jun. 2024)



Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 1, 3º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de jul./25 corrigidos pelo IPCA.

Como pode ser observado, ODC continua sendo o principal fator de elevação da variação real da execução das despesas em todas as regiões, apresentando o maior valor no Centro-Oeste (4,8%) e o menor no Sudeste (1,3%). Destacam-se também a influência positiva de 1,9% das despesas de pessoal no Nordeste, a influência negativa de 0,9% das despesas com juros e encargos da dívida no Sul e o peso negativo de 1,5% dos investimentos no Sudeste.

As cifras regionais refletem resultados bastante díspares dentro de cada região. No caso das despesas de pessoal, chama atenção a influência negativa de -5,5% do Amapá, que representou 15,3% do total, e o efeito positivo de 13,9% das despesas de Alagoas, responsável por grande parte do crescimento real de 16,9% da Unidade da Federação. O impacto negativo das despesas com juros e encargos da dívida é notável no Rio de Janeiro e no Rio Grande do Sul, com -2,4% e -2,2%, respectivamente. Já em Goiás, observa-se a maior influência das ODCs, com 11,7%.

Também merecem destaque as influências positivas das inversões financeiras na Bahia e no Piauí, com 2% e 1%, respectivamente, dado o peso relativamente pequeno desse GND no total das despesas das Unidades da Federação. Por fim, o efeito positivo dos investimentos sobre o total das despesas se destaca por divergir das médias regionais, especialmente em Piauí, Goiás e Paraná. Os investimentos serão analisados em maior profundidade na próxima subseção.

Tabela 16 – Decomposição da variação real das despesas liquidadas por UF, Região e GND (jun. 2025/jun. 2024)

	Pessoal e Encargos Sociais	Juros e Encargos da Dívida	Outras Despesas Correntes	Investimentos	Inversões Financeiras	Amortização da Dívida	Total
Norte	0,5%	0,2%	2,2%	0,4%	-0,1%	0,0%	3,2%
AC	1,3%	-0,3%	1,4%	1,1%	-0,1%	-0,4%	3,0%
AM	3,3%	0,2%	2,8%	-0,2%	0,0%	0,4%	6,4%
AP	-15,3%	-0,1%	8,4%	2,2%	0,0%	-0,8%	-5,5%
PA	-1,2%	0,5%	1,1%	1,6%	-0,2%	0,5%	2,2%
RO	5,2%	0,0%	2,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	6,2%
RR	2,4%	0,3%	2,2%	-0,9%	-0,1%	-0,2%	3,7%
TO	3,3%	-0,3%	1,7%	-1,7%	0,2%	-1,3%	1,9%
Nordeste	1,9%	0,2%	2,6%	0,9%	0,8%	0,6%	7,0%
AL	13,9%	0,6%	2,7%	-0,8%	-0,3%	0,8%	16,9%
BA	-0,5%	0,3%	2,9%	-1,2%	2,0%	0,5%	3,9%
CE	1,1%	-0,4%	3,6%	0,6%	-0,1%	0,1%	5,0%
MA	-3,3%	-0,6%	0,6%	3,2%	0,4%	-1,2%	-0,9%
PB	3,9%	0,1%	7,4%	2,6%	0,8%	0,1%	14,9%
PE	1,8%	0,0%	-0,3%	0,3%	0,9%	0,6%	3,2%
PI	2,3%	2,2%	3,7%	6,9%	1,0%	1,3%	17,5%
RN	6,8%	0,2%	0,6%	-0,3%	0,3%	0,1%	7,6%
SE	2,8%	-0,1%	6,1%	1,6%	0,2%	6,7%	17,3%

Centro-Oeste	0,0%	0,2%	4,8%	1,0%	0,2%	0,2%	6,3%
DF	-5,7%	-0,1%	2,0%	0,8%	-0,1%	-0,1%	-3,1%
GO	4,0%	0,2%	11,7%	4,0%	-0,2%	0,7%	20,4%
MS	6,4%	0,1%	2,2%	-1,1%	1,3%	0,2%	9,0%
MT	-3,0%	0,4%	1,2%	-1,0%	0,1%	-0,2%	-2,5%
Sudeste	1,1%	-0,2%	1,3%	-1,5%	-0,2%	0,4%	0,9%
ES	0,4%	0,0%	2,2%	-1,2%	-0,3%	0,1%	1,3%
MG	3,9%	1,5%	1,7%	-0,7%	-0,1%	1,5%	7,9%
RJ	-1,0%	-2,4%	4,4%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,8%
SP	1,0%	0,0%	0,2%	-2,2%	-0,4%	0,2%	-1,2%
Sul	-0,3%	-0,9%	2,9%	0,9%	-0,1%	-0,3%	2,3%
PR	0,0%	0,0%	5,5%	1,6%	-0,8%	0,1%	6,4%
RS	-1,4%	-2,2%	0,2%	0,8%	0,4%	-0,9%	-3,0%
SC	1,0%	0,0%	3,7%	0,2%	0,1%	0,1%	5,2%
Total Unidades da Federação	0,9%	-0,1%	2,3%	-0,2%	0,1%	0,3%	3,2%

Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 1, 3º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de jul/25 corrigidos pelo IPCA.

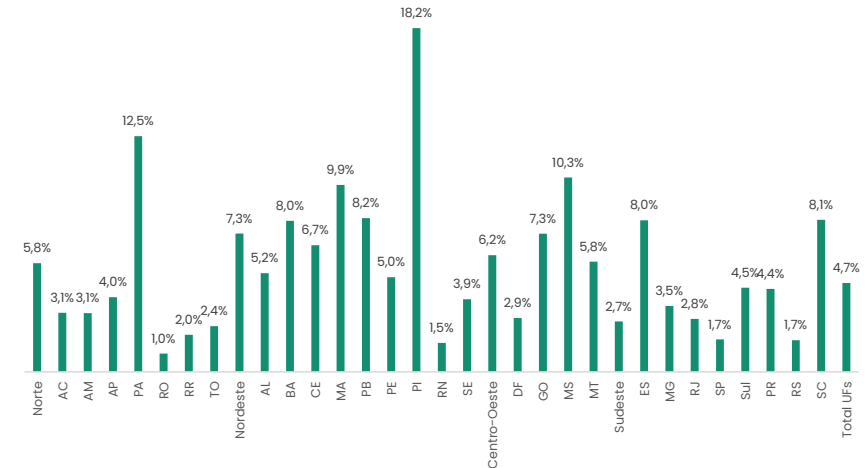
Despesas de Investimentos

A análise dos investimentos merece destaque pela relevância dessas despesas para a dinâmica econômica como um todo. No entanto, é importante ressaltar que as limitações de uma análise comparativa entre os primeiros semestres de anos distintos são ainda mais evidentes no caso dos investimentos, em razão do seu ritmo caracteristicamente irregular de execução. As despesas públicas tendem, de modo geral, a se concentrar mais no segundo semestre, e isso é particularmente marcante nas despesas de investimento. Além disso, diversos tipos de dificuldades operacionais e administrativas costumam frustrar os esforços dos governos, nas três esferas federativas, em concretizar plenamente os investimentos planejados.

O gráfico 27 e a tabela 17, entretanto, apresentam o índice de liquidação das despesas de investimento no primeiro semestre de 2025 em relação à RCL auferida por cada UF e região no mesmo período, servindo como uma *proxy* menos imprecisa do resultado que deverá ser observado na análise posterior ao encerramento do exercício de 2025.

Como se observa, o resultado geral indica um volume relevante de investimentos em boa parte das Unidades da Federação, reforçando o protagonismo dos entes subnacionais na realização de investimentos públicos no país, conforme já evidenciado na 2ª edição do *Boletim Fiscal dos Estados Brasileiros*.

Gráfico 27 – Despesas liquidadas com investimentos sobre RCL por UF e Região (jun. 2025)



Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 1 e 3, 3º bimestre de 2025, a preços constantes de jul./25 corrigidos pelo IPCA.

Tabela 17 – Despesas liquidadas com investimentos sobre RCL por UF e Região (jun. 2025)

	Invest. sobre RCL
Norte	5,8%
AC	3,1%
AM	3,1%

AP	4,0%
PA	12,5%
RO	1,0%
RR	2,0%
TO	2,4%
Nordeste	7,3%
AL	5,2%
BA	8,0%
CE	6,7%
MA	9,9%
PB	8,2%
PE	5,0%
PI	18,2%
RN	1,5%
SE	3,9%
Centro-Oeste	6,2%
DF	2,9%
GO	7,3%
MS	10,3%
MT	5,8%

Sudeste	2,7%
ES	8,0%
MG	3,5%
RJ	2,8%
SP	1,7%
Sul	4,5%
PR	4,4%
RS	1,7%
SC	8,1%
Total Unidades da Federação	4,7%

Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 1 e 3, 3º bimestre de 2025, a preços constantes de jul./25 corrigidos pelo IPCA.

Despesas de Pessoal

As despesas com pessoal constituem um grupo de grande relevância e merecem uma análise mais detalhada, dado seu peso predominante nos orçamentos de grande parte das Unidades da Federação, sua dinâmica peculiar – geralmente elástica para aumentos e inelástica para reduções – e os limites legais rigorosos que regem sua execução.

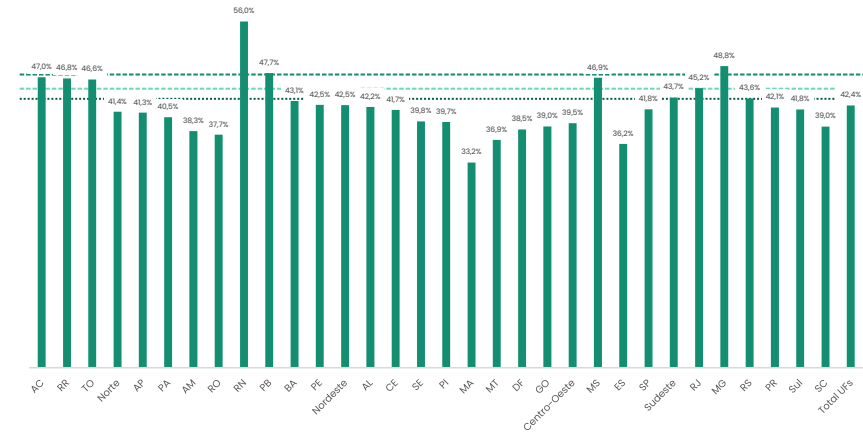
A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) estabelece limites para o indicador de despesas líquidas com pessoal em relação à receita corrente líquida ajustada para esse fim, o que faz desse o principal parâmetro de avaliação das despesas de pessoal nas Unidades da Federação.

Cabe destacar que os dados utilizados nessa análise são provenientes do Relatório de Gestão Fiscal (RGF), publicado quadrimestralmente. Assim, os resultados aqui apresentados têm corte até abril de 2025, e não até junho, como ocorre com os dados extraídos do RREO.

Por outro lado, a análise desse indicador não sofre das mesmas limitações da comparação entre semestres, pois sua definição considera valores acumulados nos últimos 12 meses – tanto do lado das despesas quanto das receitas.

Os resultados desse indicador para as Unidades da Federação e regiões são apresentados no gráfico 28 e na tabela 18.

Gráfico 28 – Despesa Líquida com Pessoal sobre Receita Corrente Líquida Ajustada – Poder Executivo (12 meses, até abril de 2025)



Fonte: Relatório de Gestão Fiscal (RGF) – Anexo 1, 1º quadrimestre de 2025, a preços constantes de jul./25 corrigidos pelo IPCA.

Tabela 18 – Despesa Líquida com Pessoal sobre Receita Corrente Líquida Ajustada – Poder Executivo (12 meses, até abril de 2025)

	Despesa
Norte	41,4%
AC	47,0%
AM	38,3%
AP	41,3%

PA	40,5%
RO	37,7%
RR	46,8%
TO	46,6%
Nordeste	42,5%
AL	42,2%
BA	43,1%
CE	41,7%
MA	33,2%
PB	47,7%
PE	42,5%
PI	39,7%
RN	56,0%
SE	39,8%
Centro-Oeste	39,5%
DF	38,5%
GO	39,0%
MS	46,9%
MT	36,9%
Sudeste	43,7%
ES	36,2%
MG	48,8%

RJ	45,2%
SP	41,8%
Sul	41,8%
PR	42,1%
RS	43,6%
SC	39,0%
Total Unidades da Federação	42,4%

Fonte: Relatório de Gestão Fiscal (RGF) - Anexo 1, 1º quadrimestre de 2025, a preços constantes de jul./25 corrigidos pelo IPCA.

Como pode ser observado, os resultados são semelhantes aos verificados na avaliação do indicador referente ao ano de 2024. Embora um número maior de Unidades da Federação tenha atingido o limite de alerta, esse movimento decorre mais da retração da RCL do que de um aumento nas despesas com pessoal, que permanecem sob controle na maior parte dos casos, com poucas exceções. A maioria dos entes federativos continua situada em uma faixa segura em relação ao limite máximo estabelecido pela LRF. Entre as Unidades da Federação que, em dezembro de 2024, se encontravam muito próximas desse limite, observa-se que algumas conseguiram reduzir seus índices ou, ao menos, mantê-los estáveis. O Rio Grande do Norte permanece como a única UF a ultrapassar o limite legal, mas é importante ressaltar a redução expressiva de 1,6% no indicador, o que evidencia os esforços do estado para se adequar aos parâmetros da LRF.



NOTA TÉCNICA: PONDERAÇÕES SOBRE O IMPACTO DA EMENDA CONSTITUCIONAL Nº 136/2025 NAS CONTAS PÚBLICAS ESTADUAIS

A gestão do passivo judicial dos entes federativos tem sido objeto de sucessivas alterações constitucionais, que procuram conciliar a obrigação de pagamento com a sustentabilidade fiscal. O modelo atualmente em vigor impõe prazos rígidos de quitação e contabilização integral dos precatórios no limite de despesas, o que tem ampliado a pressão sobre a Receita Corrente Líquida (RCL).

Nesse contexto, a Emenda Constitucional nº 136/2025 propõe um novo regime de pagamento, com limites escalonados vinculados à RCL e exclusão temporária dessas despesas do arcabouço fiscal. A presente nota técnica realiza uma análise comparativa entre o modelo anterior e o futuro, examina os impactos fiscais esperados no curto e no longo prazo e conclui com considerações sobre a relevância da medida para o equilíbrio das contas estaduais.

DEFINIÇÃO DE PRECATÓRIOS

Para realizar o diagnóstico do impacto da Emenda Constitucional nº 136/2025, é importante conceituar os precatórios. Dessa forma, eles correspondem a requisições de pagamento expedidas pelo Poder Judiciário em face do Executivo e suas esferas, isto é, União, Estados, Distrito Federal e Municípios, após o trânsito em julgado de sentenças condenatórias. De modo prático, representam dívidas

reconhecidas judicialmente que o ente público deve honrar com seus credores, sejam pessoas físicas ou jurídicas.

Esses débitos podem ser classificados em precatórios de natureza alimentar, isto é, ligados a salários, vencimentos, pensões, aposentadorias, indenizações por morte ou invalidez e benefícios previdenciários. Estes possuem prioridade no pagamento. A outra categoria são os precatórios de natureza comum, que são **resultantes das demais obrigações tributárias, contratuais ou de outras relações jurídicas não vinculadas à subsistência do credor.**

Do ponto de vista fiscal e contábil, eles configuram uma despesa obrigatória de caráter judicial, que deve ser incluída na Lei Orçamentária Anual. Nesse sentido, sua quitação não pode ser postergada arbitrariamente pelo gestor público.

A relevância do tema decorre do impacto direto desses pagamentos sobre as contas públicas, uma vez expedidos, os precatórios têm prioridade sobre boa parte das demais despesas discricionárias, restringindo a margem de alocação dos governos. Ademais, eles exercem pressão sobre a Receita Corrente Líquida, já que, altos volumes de precatórios podem comprometer a receita disponível, reduzindo a capacidade de investimento e a execução de políticas públicas. Por fim, é válido ressaltar que, um acúmulo de estoques elevados de precatórios gera risco de desequilíbrio estrutural, exigindo soluções como parcelamentos ou regimes especiais para viabilizar sua liquidação sem colapsar as finanças públicas.



Nesse contexto, a aprovação da Emenda Constitucional nº 136/2025 pelo Senado Federal, que estabelece novo regime para pagamento de precatórios, retirando a obrigatoriedade do pagamento a partir de 2029 e impondo critérios escalonados para Estados e Municípios, representa uma resposta para enfrentar possíveis desequilíbrios fiscais.

COMPRAÇÃO ENTRE OS MODELOS

Emenda Constitucional nº 109/2021

Atualmente, conforme os Atos das Disposições Constitucionais Transitórias (ADCT), o pagamento de precatórios segue as seguintes regras:

- a. Ordem de pagamento registrada em orçamento:** Após a condenação judicial definitiva, o Juiz requisita a expedição de um ofício requisitório. Essa ordem é incluída na Lei Orçamentária e deve ser liquidada por meio de dotação específica, sem possibilidade de postergação arbitrária.
- b. Crédito prioritário e atualização monetária:** Precatórios alimentares têm prioridade constitucional, e os valores devem ser atualizados conforme decisão judicial e/ou índices legais previstos na legislação vigente.
- c. Liquidação até 2029.**

Emenda Constitucional nº 136/2025

A Emenda Constitucional nº 136/2025, aprovada pelo Senado em setembro de 2025, propõe mudanças substanciais no regime jurídico e fiscal de precatórios. Seus principais pontos são:

- a. Exclusão dos Precatórios da Meta e do Limite Fiscal:** A partir de 2026, os pagamentos de precatórios vão possuir um limite diferente nas despesas primárias do Executivo. A reinclusão desses valores na meta fiscal ocorrerá de forma escalonada: a partir de 2027, apenas 10% retornarão à meta, e essa participação aumentará 10 pontos percentuais por ano até alcançar 100%.
- b. Antecipação de Prazos e Correções:** O limite de apresentação de precatórios para pagamento no exercício seguinte será antecipado de 2 de abril para 1º de fevereiro. Precatórios apresentados após essa data só poderão ser pagos no segundo exercício subsequente. Com isso, a correção monetária será feita pelo IPCA, e os juros de mora serão simples, de 2% ao ano, sem juros compostos, o que oficializa a decisão do Supremo Tribunal Federal de 2023 e afastando a SELIC como índice obrigatório.
- c. Limites para Estados, Municípios e DF:** O pagamento de precatórios estaduais, distritais e municipais ficará limitado à Receita Corrente Líquida (RCL) do ano anterior, conforme o estoque em atraso. Com isso, 1% da RCL, condiz com um estoque menor ou igual a 15%, até 5% da RCL, o estoque deve ser maior que 85%



e as demais faixas progressivas intermediárias, ficam conforme escala

- d. Reajuste Decenal Automático:** A partir de 1º de janeiro de 2036, e a cada dez anos subsequentes, os percentuais de limite da RCL serão acrescidos em 0,5 ponto percentual se houver estoque residual, aumentando gradualmente os montantes possíveis de pagamento.
- e. Linhas de Crédito e Responsabilização:** Nesse caso, a união poderá instituir linhas de crédito especiais, por meio de bancos federais, para quitação de precatórios que excedam a média de comprometimento da RCL nos cinco anos anteriores. Caso os recursos orçamentários não sejam liberados para o pagamento dentro do limite legal, os governadores dos Estados e do Distrito Federal poderão ser responsabilizados. Logo, os entes ainda poderão pagar acima do limite legal se houver dotação orçamentária específica.

IMPACTOS ECONÔMICOS E SUSTENTABILIDADE FISCAL

METODOLOGIA

Para a análise do impacto da Emenda Constitucional nº 136/2025 sobre o pagamento de precatórios pelos Estados, foram consideradas quatro etapas principais. Na primeira, relativa ao estoque de precatórios, partiu-se do montante registrado no primeiro

quadrimestre de 2024, o qual foi atualizado por índices projetados de crescimento (Selic): 14,9% em 2026, 12,4% em 2027, 10,4% em 2028 e 9,9% em 2029. Além disso, admitiu-se o ingresso anual de R\$ 500 milhões em novos precatórios por ente federativo, totalizando os 27 Estados.

O saldo corrigido resultou da soma entre o estoque inicial, as atualizações monetárias e os novos ingressos, sendo este valor dividido igualmente entre os quatro exercícios de análise (2026–2029) para fins de cálculo do pagamento anual. O saldo final foi obtido pela diferença entre o saldo corrigido e os montantes pagos em cada exercício.

Na segunda etapa, utilizou-se a RCL apurada no terceiro bimestre de 2025 (últimos doze meses), projetada a partir das taxas de variação do IPCA: 4,4% para 2026, 4,0% para 2027, 3,8% para 2028 e 2029. A RCL projetada de cada exercício foi, assim, obtida pela correção da receita do ano anterior segundo os respectivos índices inflacionários.

Na terceira etapa, buscou-se simular o cálculo previsto pela Emenda Constitucional nº 136/2025. O valor anual de pagamento de precatórios, previamente obtido, foi comparado com a RCL projetada, resultando no percentual de comprometimento da receita.

A aplicação obedeceu às faixas de comprometimento previstas no texto da proposta, que estabelecem percentuais progressivos da RCL de acordo com a relação estoque/RCL: 1% quando o estoque é de até 15%, 1,5% quando superior a 15% e até 25%, chegando até 5%



nos casos em que o estoque supera 85%. Assim, a RCL projetada foi multiplicada pelo percentual correspondente à faixa, gerando o valor limite de pagamento para cada exercício.

Por fim, na quarta etapa, realizou-se o comparativo entre modelos, confrontando-se o método atualmente praticado, que considera o pagamento proporcional ao estoque corrigido, com a sistemática proposta pela Emenda Constitucional nº 136/2025, vinculada a percentuais da RCL. Esse comparativo permitiu mensurar a diferença financeira entre os regimes, evidenciando o alívio de curto prazo e o potencial acúmulo de passivos no longo prazo. Para tanto, as estimativas serão apresentadas nas subseções a seguir.

EFETOS DE CURTO PRAZO

Para fins de cumprimento da EC nº 109/2021, observa-se que o prazo de quitação do estoque de precatórios encerra-se em 2029. Nesse cenário, o montante estimado a ser pago totaliza R\$ 204,3 bilhões, o que representa, em média, 3,82% da RCL, conforme demonstrado na Tabela I:

Tabela I – Demonstrativo Pagamento EC nº 109/2021 x RCL

Data	Valor de Pagamento	RCL Real	% RCL
2026	34.189.923.451,57	1.260.278.818.440,18	2,71%
2027	42.929.473.959,56	1.310.689.971.177,78	3,28%
2028	54.144.139.251,35	1.360.496.190.082,54	3,98%
2029	73.004.409.037,24	1.412.195.045.305,67	5,17%
Total	204.267.945.699,72	5.343.660.025.006,17	3,82%

Fonte: Elaborado pelo Departamento de Haveres e Obrigações – DHO/DTE/SEFA-PR (2025).

A partir dos dados, verifica-se crescimento progressivo no comprometimento da RCL com precatórios, restringindo a capacidade de alocação orçamentária em outras finalidades públicas. Com a implementação da Emenda Constitucional nº 136/2025, os pagamentos passam a ser limitados a 1% da RCL, visto que o estoque não ultrapassa 15% da receita. Nesse cenário, os pagamentos projetados totalizam R\$ 53,4 bilhões entre 2026 e 2029, conforme apresentado na Tabela II:



Tabela II – Demonstrativo Pagamento EC Nº 136/2025 X RCL

Data	PGTO. EC nº 136/2025	RCL Real	% RCL
2026	12.602.788.184,40	1.260.278.818.440,18	1,00%
2027	13.106.899.711,78	1.310.689.971.177,78	1,00%
2028	13.604.961.900,83	1.360.496.190.082,54	1,00%
2029	14.121.950.453,06	1.412.195.045.305,67	1,00%
Total	53.436.600.250,06	5.343.660.025.006,17	1,00%

Fonte: Elaborado pelo Departamento de Haveres e Obrigações – DHO/DTE/SEFA-PR (2025)

A diferença entre os dois modelos indica uma economia fiscal aproximada de R\$ 150,8 bilhões no período de 2026 a 2029, conforme detalhado na Tabela III:

Tabela III – Comparativo Valor de Pagamento EC 109/2021 x EC 136/2025

Data	Valor de Pagamento EC 109/2021	Valor de Pagamento EC 136/2025	Diferença
2026	34.189.923.451,57	12.602.788.184,40	21.587.135.267,16
2027	42.929.473.959,56	13.106.899.711,78	29.822.574.247,78
2028	54.144.139.251,35	13.604.961.900,83	40.539.177.350,53

2029	73.004.409.037,24	14.121.950.453,06	58.882.458.584,18
Total	204.267.945.699,72	53.436.600.250,06	150.831.345.449,66

Fonte: Elaborado pelo Departamento de Haveres e Obrigações – DHO/DTE/SEFA-PR (2025)

EFETOS DE LONGO PRAZO

Na análise de longo prazo, tomou-se como referência o estoque remanescente resultante da aplicação da Emenda Constitucional nº 136/2025 no período de 2026 a 2029, no valor de R\$ 169,1 bilhões. Sobre esse montante, aplicou-se a atualização monetária com base na variação projetada do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo -IPCA. Procedimento idêntico foi adotado para a atualização da RCL, cujo valor em 2029 era de R\$ 1,41 trilhão.

Posteriormente, calculou-se a razão entre o estoque atualizado e a RCL projetada, com vistas à definição dos pagamentos segundo as faixas de enquadramento previstas na metodologia descrita. A Tabela IV, apresentada a seguir, demonstra os resultados obtidos.



Tabela IV – Demonstrativo Pagamento EC 136/2025 (em bilhões R\$)

DATA	RCL COR-RIGIDA	ESTOQUE ATUALIZA-DO	% ESTO-QUE/RCL	PAGAMEN-TO PREC EC 136/2025	ESTOQUE FINAL
2030	1.465,86	175,48	11,97%	14,66	160,82
2031	1.521,56	166,93	10,97%	15,22	151,72
2032	1.579,38	157,48	9,97%	15,79	141,69
2033	1.639,40	147,08	8,97%	16,39	130,68
2034	1.701,69	135,65	7,97%	17,02	118,63
2035	1.766,36	123,14	6,97%	17,66	105,47
2036	1.833,48	109,48	5,97%	18,33	91,15
2037	1.903,15	94,61	4,97%	19,03	75,58
2038	1.975,47	78,45	3,97%	19,75	58,70
2039	2.050,54	60,93	2,97%	20,51	40,42
2040	2.128,46	41,96	1,97%	21,28	20,67
2041	2.209,34	21,46	0,97%	21,46	-

Fonte: Elaborado pelo Departamento de Haveres e Obrigações - DHO DTE/SEFA-PR (2025)

Conforme demonstrado, caso aprovada a Emenda Constitucional nº 136/2025, o estoque remanescente seria integralmente liquidado até 2041. O custo estimado da prorrogação do prazo de pagamento

alcança R\$ 270,55 bilhões, em comparação ao montante de R\$ 204 bilhões previsto no modelo atual (tópico de curto prazo), representando um aumento nominal de R\$ 66,28 bilhões.

Entretanto, ao se estimar o valor total dos pagamentos viabilizados pela Emenda Constitucional nº 136/2025 em termos de valor presente de 2029, descontado o IPCA acumulado no período de 2030 a 2041, obtém-se aproximadamente R\$ 138,78 bilhões. Somados aos R\$ 53,44 bilhões projetados para o período de 2026 a 2029 sob a vigência da Emenda Constitucional nº 136/2025, o montante totaliza R\$ 192,22 bilhões.

Dessa forma, em termos reais, a Emenda Constitucional nº 136/2025 resultaria em uma economicidade de R\$ 12,5 bilhões. Tal ganho é explicado, principalmente, pela alteração do indexador aplicado à atualização do estoque, que deixa de estar vinculado à taxa SELIC e passa a ser corrigido pelo IPCA.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

No curto prazo, a aprovação da Emenda Constitucional nº 136/2025 representa um alívio fiscal para os Estados, ao reduzir cerca de R\$ 150 bilhões o comprometimento da Receita Corrente Líquida com o pagamento de precatórios. Essa flexibilização amplia a margem orçamentária disponível para outras despesas, favorecendo o equilíbrio das contas públicas no período de 2026 a 2029.



Contudo, quando os efeitos são analisados em termos de valor presente, observa-se que a diferença entre o modelo vigente e o novo regime tende a se reduzir, resultando em uma economicidade efetiva da ordem de R\$ 12,5 bilhões até a quitação integral do estoque. Sendo assim, embora a alteração proporcione maior previsibilidade e um alívio imediato no fluxo de caixa, o volume total de recursos despendidos, em termos reais, permanece relativamente próximo ao modelo atual.

Nesse cenário, é importante que os entes subnacionais busquem uma alocação eficiente da folga fiscal obtida, de forma a evitar que o espaço orçamentário seja absorvido por elevações permanentes de despesas obrigatórias, como gastos de pessoal. O verdadeiro ganho da medida dependerá da capacidade destes em direcionar esses recursos para políticas públicas estruturantes, investimentos estratégicos e medidas que reforcem a sustentabilidade fiscal de longo prazo.

ANEXO I – REGIME DO ESTADO DO PARANÁ

O Estado do Paraná se encontra sob a égide do Regime Especial de Pagamento de Precatórios, cabendo à Secretaria da Fazenda do Paraná realizar o repasse de percentual mínimo da Receita Corrente Líquida (RCL) do Estado ao Tribunal de Justiça do Paraná (TJPR), para pagamento do estoque de Precatórios, conforme disposto no artigo 2º, §2º, item b, da Emenda Constitucional nº 62/2009, sendo, portanto, de competência do TJPR o controle e quitação dos débitos referentes aos Precatórios.

O percentual a ser repassado é elaborado em conjunto entre o TJPR e a SEFA/PR, anualmente, por meio do Plano de Pagamento de Precatórios, definindo-se o valor necessário de repasse mensal para quitação do saldo de precatórios. O cálculo do estoque de precatórios é realizado pelo TJPR, com base na Resolução nº 303/2019, do Conselho Nacional de Justiça. O índice de correção utilizado de 26/03/2015 até 11/2021 era o IPCA-E. De dezembro de 2021 em diante, a correção é baseada na Selic.

Conforme o plano elaborado em 2024, o percentual repassado era de 2,2955054%. No corrente ano o repasse representa 2,56% da RCL e, para o ano de 2026, o previsto seja repassado, mensalmente, 3,37% da RCL ao Tribunal de Justiça. Ressalta-se que, o saldo de precatórios, na data de 2 de setembro de 2025 está cerca de R\$ 9.274.525.850,94, deverá ser quitado até dezembro de 2029.

Resultados, Dívida e Caixa

A avaliação dos resultados primários dos entes federativos justifica-se pelo fato de esse indicador refletir, em grande medida, a capacidade de cada ente gerar receitas suficientes para cobrir suas despesas correntes e de capital, sem recorrer ao endividamento. Para essa análise, é necessário observar tanto as receitas quanto as despesas primárias, que, embora apresentem certa semelhança com a RCL e com as despesas totais liquidadas – analisadas nas seções anteriores –, diferem conceitualmente dessas categorias.

A tabela 19 cumpre o papel de tabela de passagem, ao evidenciar as diferenças entre as variações reais da RCL e das receitas primárias, assim como entre as variações reais das despesas liquidadas e das despesas primárias liquidadas.

Tabela 19 – Comparação das variações reais entre RCL, Receitas Primárias, Despesas Liquidadas e Despesas Primárias (jun. 2025/ jun. 2024)

	RCL	Receitas Primárias	Despesas Liquidadas	Despesas Primárias Liquidadas
Norte	2,8%	2,3%	3,2%	3,3%
AC	6,0%	5,0%	3,0%	4,0%
AM	7,2%	5,8%	6,4%	6,3%

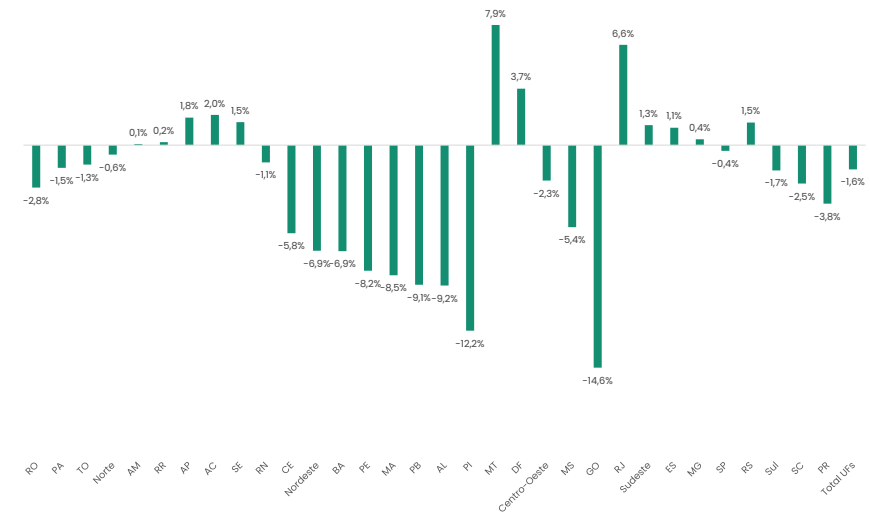
AP	1,5%	-1,3%	-5,5%	-3,9%
PA	-1,6%	-0,1%	2,2%	1,3%
RO	4,4%	2,1%	6,1%	6,3%
RR	4,9%	3,3%	3,7%	3,7%
TO	3,1%	2,1%	1,9%	3,6%
Nordeste	-1,2%	-0,8%	8,9%	6,5%
AL	3,5%	4,3%	16,9%	17,0%
BA	-4,4%	-3,4%	3,9%	3,2%
CE	-0,7%	-0,3%	18,7%	5,9%
MA	-6,0%	-6,9%	-0,9%	0,9%
PB	4,7%	3,6%	14,9%	15,1%
PE	-5,8%	-4,9%	2,5%	2,8%
PI	0,3%	3,2%	17,5%	15,2%
RN	6,4%	5,7%	7,6%	7,6%
SE	12,6%	11,1%	17,3%	11,1%
Centro-Oeste	3,6%	3,2%	6,3%	6,2%
DF	0,7%	0,7%	-3,1%	-3,2%
GO	4,9%	3,3%	20,4%	20,2%
MS	0,0%	3,7%	9,0%	9,0%
MT	7,6%	5,4%	-2,5%	-2,7%

Sudeste	3,0%	1,5%	0,7%	0,5%
ES	4,1%	2,7%	1,3%	1,8%
MG	4,3%	4,5%	7,9%	5,1%
RJ	10,2%	8,8%	-0,4%	1,8%
SP	-0,2%	-1,5%	-1,2%	-1,4%
Sul	4,7%	1,6%	2,3%	3,6%
PR	3,9%	1,6%	6,4%	6,5%
RS	6,2%	1,2%	-3,0%	0,1%
SC	4,2%	2,2%	5,2%	5,3%
Total Unidades da Federação	2,3%	1,3%	3,5%	3,1%

Fonte: Relatório Resumido de Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 1, 3 e 6, 3º bimestre, a preços constantes de jul./25 corrigidos pelo IPCA.

Dessa forma, pode ser apresentado o indicador formado pelo resultado primário dos entes e regiões, proporcionalizado pela sua RCL.

Gráfico 29 – Resultado Primário sobre RCL (jun. 2025)



Fonte: Relatório Resumido de Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 3 e 6, 3º bimestre, a preços constantes de jul./25 corrigidos pelo IPCA

Tabela 20 – Resultado Primário sobre RCL (jun. 2025)

	RCL
Norte	-0,6%
AC	2,0%
AM	0,1%
AP	1,8%
PA	-1,5%
RO	-2,8%
RR	0,2%
TO	-1,3%
Nordeste	-6,9%
AL	-9,2%
BA	-6,9%
CE	-5,8%
MA	-8,5%
PB	-9,1%
PE	-8,2%
PI	-12,2%
RN	-1,1%
SE	1,5%

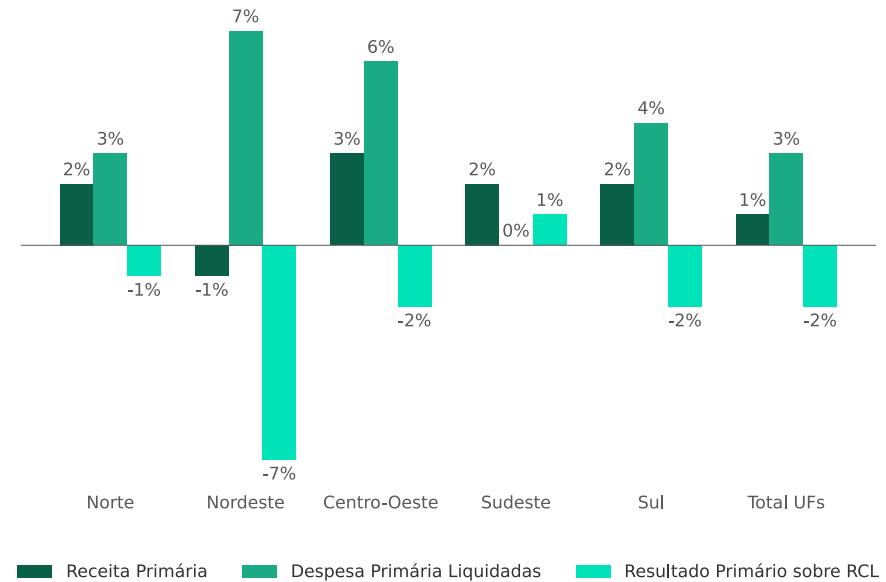
Centro-Oeste	-2,3%
DF	3,7%
GO	-14,6%
MS	-5,4%
MT	7,9%
Sudeste	1,3%
ES	1,1%
MG	0,4%
RJ	6,6%
SP	-0,4%
Sul	-1,7%
PR	-3,8%
RS	1,5%
SC	-2,5%
Total Unidades da Federação	-1,6%

Fonte: Relatório Resumido de Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 3 e 6, 3º bimestre, a preços constantes de jul./25 corrigidos pelo IPCA.

Como pode ser observado, há uma deterioração generalizada do indicador, especialmente na região Nordeste, com exceção do Centro-Oeste, que apresentou leve melhora. Como já se pode inferir a partir da análise detalhada dos dados de receitas e despesas apresentados nas seções anteriores, esse resultado decorre predominantemente da desaceleração das receitas primárias – novamente com exceção do Nordeste, cujo desempenho foi mais impactado por uma expressiva expansão das despesas primárias do que pela queda real das receitas.

A dinâmica recente que explica os indicadores de resultado primário sobre a RCL apresentados acima pode ser verificada no gráfico 30 e na tabela 20.

Gráfico 30 – Dinâmica Recente do Resultado Primário sobre RCL por Região (jun. 2025/ jun. 2024)



Fonte: Relatório Resumido de Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 3 e 6, 3º bimestre, a preços constantes de jul./25 corrigidos pelo IPCA.

Tabela 21 – Dinâmica Recente do Resultado Primário sobre RCL por Região (jun. 2025/ jun. 2024)

	Receita Primária	Despesa Primária Liquidadas	Resultado Primário sobre RCL
Norte	2,3%	3,3%	-0,6%
AC	5,0%	4,0%	2,0%
AM	5,8%	6,3%	0,1%
AP	-1,3%	-3,9%	1,8%
PA	-0,1%	1,3%	-1,5%
RO	2,1%	6,3%	-2,8%
RR	3,3%	3,7%	0,2%
TO	2,1%	3,6%	-1,3%
Nordeste	-0,8%	6,5%	-6,9%
AL	4,3%	17,0%	-9,2%
BA	-3,4%	3,2%	-6,9%
CE	-0,3%	5,9%	-5,8%
MA	-6,9%	0,9%	-8,5%
PB	3,6%	15,1%	-9,1%
PE	-4,9%	2,8%	-8,2%
PI	3,2%	15,2%	-12,2%
RN	5,7%	7,6%	-1,1%

SE	11,1%	11,1%	1,5%
Centro-Oeste	3,2%	6,2%	-2,3%
DF	0,7%	-3,2%	3,7%
GO	3,3%	20,2%	-14,6%
MS	3,7%	9,0%	-5,4%
MT	5,4%	-2,7%	7,9%
Sudeste	1,5%	0,5%	1,3%
ES	2,7%	1,8%	1,1%
MG	4,5%	5,1%	0,4%
RJ	8,8%	1,8%	6,6%
SP	-1,5%	-1,4%	-0,4%
Sul	1,6%	3,6%	-1,7%
PR	1,6%	6,5%	-3,8%
RS	1,2%	0,1%	1,5%
SC	2,2%	5,3%	-2,5%
Total Unidades da Federação	1,3%	3,1%	-1,6%

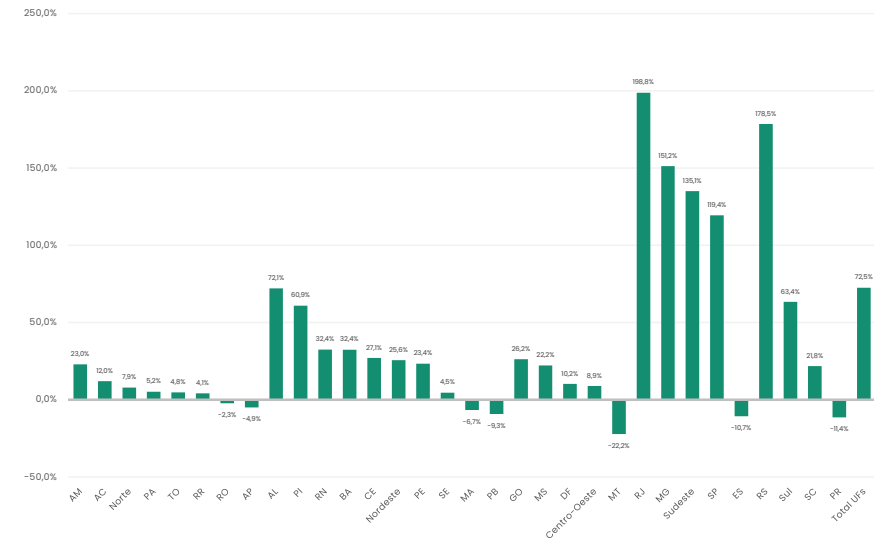
Fonte: Relatório Resumido de Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 3 e 6, 3º bimestre, a preços constantes de jul/25 corrigidos pelo IPCA.

Na dinâmica das finanças públicas, resultados primários negativos – isoladamente ou mesmo em exercícios consecutivos – não indicam, necessariamente, uma situação fiscal desfavorável. Com frequência, os entes federativos passam por ciclos de investimento que implicam aumento temporário do endividamento, sem que isso represente perda de controle fiscal. Ao contrário, tais ciclos podem gerar retornos relevantes em produtividade e arrecadação nos anos subsequentes.

O gráfico 31 e a tabela 22 apresentam os estoques das dívidas consolidadas (DC) das Unidades da Federação e regiões em relação a seus ativos disponíveis para fazer frente a esse endividamento, resultando no indicador da dívida consolidada líquida (DCL). Esses valores são sempre proporcionalizados pela RCL correspondente, a fim de possibilitar a comparação entre entes de portes orçamentários muitas vezes bastante distintos. Importa destacar que tais indicadores refletem, em grande medida, o resultado de um processo histórico que se insere no debate mais amplo sobre o pacto federativo brasileiro – tema recorrente nas discussões institucionais do país.

**Tema recorrente
nas discussões
institucionais do
país**

Gráfico 31 – Dívida Consolidada Líquida sobre RCL Ajustada (abr. 2025)



Fonte: Relatório de Gestão Fiscal – Anexo 2 e 1º quadrimestre, a preços constantes de jul./25 corrigidos pelo IPCA.

Tabela 22 – Dívida Consolidada, Dívida Consolidada Líquida e Deduções sobre RCL Ajustada (abr. 2025)

	DC	Disponibilidade de Caixa	Demais Haveres Financeiros	Deduções	DCL
	(i)	(a)	(b)	(II) = (a) + (b)	(III) = (I-II)
Norte	31,20%	22,60%	0,70%	23,30%	7,90%
AC	32,60%	20,60%	0,00%	20,60%	12,00%
AM	40,00%	17,00%	0,00%	17,00%	23,00%
AP	51,80%	56,80%	0,00%	56,80%	-4,90%
PA	22,50%	16,30%	0,90%	17,30%	5,20%
RO	32,30%	34,60%	0,00%	34,60%	-2,30%
RR	28,70%	23,40%	1,20%	24,60%	4,10%
TO	26,00%	18,60%	2,60%	21,20%	4,80%
Nordeste	47,80%	20,10%	2,00%	22,20%	25,60%
AL	83,10%	10,20%	0,80%	11,00%	72,10%
BA	53,10%	18,10%	2,60%	20,70%	32,40%
CE	49,60%	20,20%	2,30%	22,50%	27,10%
MA	17,80%	24,50%	0,00%	24,50%	-6,70%
PB	38,00%	43,80%	3,50%	47,20%	-9,30%
PE	43,70%	19,10%	1,20%	20,30%	23,40%
PI	84,50%	22,90%	0,70%	23,60%	60,90%
RN	35,40%	1,50%	1,50%	3,00%	32,40%

SE	34,00%	23,10%	6,40%	29,50%	4,50%
Centro-Oeste	38,30%	27,70%	1,70%	29,40%	8,90%
DF	26,40%	14,00%	2,20%	16,20%	10,20%
GO	64,10%	37,90%	0,00%	37,90%	26,20%
MS	45,60%	16,50%	6,90%	23,40%	22,20%
MT	14,10%	36,20%	0,10%	36,30%	-22,20%
Sudeste	165,10%	25,50%	4,60%	30,00%	135,10%
ES	30,60%	33,70%	7,50%	41,20%	-10,70%
MG	182,10%	26,90%	3,90%	30,80%	151,20%
RJ	228,40%	23,60%	6,00%	29,50%	198,80%
SP	148,10%	24,70%	4,00%	28,80%	119,40%
Sul	103,10%	38,00%	1,70%	39,80%	63,40%
PR	41,10%	52,00%	0,50%	52,50%	-11,40%
RS	212,60%	31,20%	2,90%	34,10%	178,50%
SC	50,70%	27,00%	1,90%	28,90%	21,80%
Total Unidades da Federação	101,50%	26,10%	2,80%	29,00%	72,50%

Fonte: Relatório de Gestão Fiscal – Anexo 2 e 1º quadrimestre, a preços constantes de jul./25 corrigidos pelo IPCA.

O desenho geral dos indicadores apresentados mantém-se estável em comparação a dezembro de 2024. Em uma análise inicial, a primeira impressão pode ser a de uma melhora geral do indicador; contudo, é importante considerar a dinâmica das finanças públicas, que tende a registrar receitas mais elevadas e despesas relativamente menores no primeiro quadrimestre. Esse comportamento gera um acúmulo de caixa temporário, que não necessariamente reflete o resultado que será alcançado ao final do exercício financeiro em curso, permitindo, portanto, poucas conclusões – ainda que parciais – sobre esses indicadores em específico.



Troca de Moeda em Operações de Crédito: O Caso Alagoas – BID (USD x CHF)

Autores:

- **Renata dos Santos**, Secretária da Fazenda do Estado de Alagoas)
- **Rafael Marques da Silva**, Superintendente de Convênios e Dívida Pública
- **Victor Thiago Farias Santos**, Assessor Especial do Tesouro Estadual Secretaria da Fazenda do Estado de Alagoas (SEFAZ/AL)

Em 2025, o Estado de Alagoas converteu parte de sua dívida com o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) de dólares para francos suíços. A medida poderá gerar economia superior a R\$ 140 milhões até 2048 no serviço da dívida estadual.

O processo teve início em março, quando o BID apresentou ao Estado alternativas de conversão de moeda via swap. A proposta surgiu em um contexto de juros elevados nos Estados Unidos e de condições mais favoráveis em moedas com taxas menores. Entre as opções avaliadas, o franco suíço apresentou o menor custo financeiro, considerando a taxa de conversão (SOFR acrescida do custo de financiamento), a comissão e o spread do Banco. A partir dessas condições, foram elaboradas projeções para verificar a viabilidade da operação.



Como se tratava de operações garantidas pela União, o pedido foi submetido à Secretaria do Tesouro Nacional (STN), conforme estabelece a seção 11.10 do Manual para Instruções de Pleitos. Essa seção determina que a conversão só pode ser autorizada caso não implique aumento do ônus financeiro. Para tanto, é necessário protocolar solicitação formal, acompanhada de ofício, por meio do sistema de atendimento da STN.

A análise da STN, baseada no cálculo da Taxa Interna de Retorno (TIR) das operações original e convertida, concluiu que duas operações atendiam ao critério. Outras duas foram inicialmente negadas, mas uma delas acabou incluída após ajustes nas condições financeiras e retirada da comissão pelo BID. Ressalta-se que os contratos já previam cláusula de conversão, o que dispensou manifestações adicionais da Cofix e da PGFN e agilizou a tramitação.

Embora a TIR seja um critério prático e objetivo, seu uso isolado apresenta limitações. Como as curvas de juros futuros e as expectativas cambiais tendem a se equilibrar pela arbitragem, os resultados frequentemente convergem para valores próximos. Isso pode gerar variações de curto prazo que favoreçam ou não a conversão, dependendo do momento de mercado. Além disso, a TIR não captura riscos de apreciação inesperada em crises, nem considera tendências históricas de câmbio e juros que podem indicar ciclos de mercado, assimetrias de curto prazo, moedas de refúgio ou vulnerabilidade a ataques especulativos. Nesse contexto, análises complementares — como cenários de estresse, métricas de risco e impacto

fiscal — poderiam oferecer uma base de decisão mais robusta para União e Estados.

Concluída a avaliação da STN e cumpridos os requisitos de enquadramento, a conversão foi formalizada poucos dias após o envio da solicitação ao BID. O impacto imediato foi a redução do custo da dívida, já que os juros do franco suíço permanecem estruturalmente inferiores aos do dólar. Para o período de 2025 a 2048, as estimativas apontam economia de R\$ 142,1 milhões, com ganhos mais expressivos nos primeiros anos. A tabela a seguir resume a comparação entre o serviço da dívida nas duas moedas.

Tabela I – Operações de Crédito com o BID – Serviço da Dívida (Valores em R\$)

Ano	Moeda Contratual: Dólar	Moeda: Franco Suíço	Economia
2025 a 2030	164.220.621	97.533.028	(66.687.593)
2031 a 2035	214.452.491	169.934.813	(44.517.678)
2036 a 2040	177.755.475	151.906.764	(25.848.711)
2041 a 2045	140.330.649	131.722.151	(8.608.497)
2046 a 2048	66.984.565	70.539.603	3.555.038
Total	763.743.800	621.636.358	142.107.442

Fonte: Curva de Juros e Moeda Bloomberg 07.05.25.



Esses números confirmam a economia potencial, contudo, algumas considerações são pertinentes. O franco suíço tem histórico de valorização frente ao dólar em momentos de estresse, e eventuais reduções nas taxas de juros americanas e brasileiras podem alterar a atratividade da operação no longo prazo. Ainda assim, a exposição do Estado permanece limitada: apenas 14% da dívida está vinculada a moedas estrangeiras, sendo que a parcela convertida representa 3,38% desse montante, ou apenas 0,48% da dívida total. Nesse sentido, a operação funciona também como instrumento de diversificação, sem alterar de forma significativa o perfil global da dívida.

É nesse ponto que se abre uma janela de oportunidade para outros Estados. Em um cenário em que o dólar permanece pressionado e os juros seguem elevados nos EUA, operações de conversão podem oferecer ganhos de custo relevantes, sobretudo quando a exposição externa é limitada e bem controlada.

A experiência de Alagoas sugere caminhos para uma gestão mais ativa da dívida subnacional. Os Estados podem aproveitar oportunidades de mercado mais frequentemente, buscando reduzir seus custos de financiamento e administrar seus passivos de maneira eficiente e sustentável. Para isso será indispensável fortalecer a capacidade técnica das equipes, ampliando competências em projeções financeiras, interpretação de dados, e uso de ferramentas de gestão de risco.

Este artigo foi elaborado por Rafael Marques da Silva e Victor Thiago Farias Santos, integrantes da Secretaria da Fazenda do Estado de Alagoas, no âmbito da Superintendência de Convênios e da Dívida Pública.

ESTIMATIVA PARA O CRESCIMENTO DO PIB 2025

Nesta seção, são apresentadas as estimativas para o crescimento do PIB brasileiro em 2025. As projeções têm como referência teórica o modelo do *Supermultiplicador*, segundo o qual o crescimento é impulsionado pelos gastos autônomos que não geram capacidade produtiva direta para o setor privado. Nesse modelo, a expansão econômica depende do aumento dos componentes dos gastos autônomos – como exportações, gastos públicos e consumo das famílias financiado por crédito – e de alterações em variáveis estruturais que afetam o valor do (super)multiplicador da economia, como o grau de conteúdo importado da demanda, a propensão a consumir, a propensão a investir e a carga tributária.

As estimativas foram elaboradas com base na decomposição do crescimento utilizada por Haluska (2023). A partir dessa decomposição, é possível obter parâmetros estruturais da economia, tais como:

- a. o peso relativo de cada componente dos gastos autônomos no total desses gastos; e
- b. o valor dos parâmetros que compõem o supermultiplicador – propensão a consumir das famílias, propensão a investir das empresas, carga tributária e grau de conteúdo importado da demanda.

A tabela 23 apresenta essas variáveis estruturais para o ano de 2024.

Tabela 23 – Componentes dos gastos autônomos e parâmetros do Supermultiplicador, valores de 2024³³

Componentes dos gastos autônomos	Valor (R\$ milhões)	Peso nos gastos autônomos
Gastos primários do governo federal	1.642.847	23,0%
Gastos primários dos governos estaduais	1.147.540	16,1%
Gastos primários dos governos municipais	1.266.356	17,7%

33 Por conta de uma série de ajustes que são feitos, os gastos de cada esfera de governo presentes nessa tabela não são iguais aos divulgados nas estatísticas do Tesouro Nacional. Em primeiro lugar, os benefícios sociais pagos pelos governos não geram demanda diretamente na economia, e apenas aumentam a renda disponível das famílias. Portanto, seu efeito sobre a demanda depende da propensão a consumir das famílias. Nesta tabela, o pagamento desses benefícios sociais já está ponderado pela propensão a consumir. Além disso, as despesas de consumo do governo estão ajustadas de forma a serem iguais ao total do consumo do governo divulgado nas Contas Nacionais.

O conteúdo importado da demanda consiste na relação entre as importações e a demanda total (isto é, a soma do consumo das famílias, do consumo do governo, da formação bruta de capital fixo, da variação de estoques e das exportações), e não simplesmente na relação entre importações e o PIB, como é comum de se considerar em outros trabalhos.

Investimento das empresas públicas	163.923	2,3%
Exportações	2.115.772	29,6%
Consumo das famílias financiado por crédito e investimento residencial	813.286	11,4%
Parâmetros que compõem o supermultiplicador	Valor do parâmetro	
Propensão marginal a consumir	0,735	
Propensão a investir	0,095	
Carga tributária	0,357	
Conteúdo importado da demanda	0,149	
Supermultiplicador	1,646	

Fonte: IBGE, 2025; Banco Central, 2025; MGI, 2025; Tesouro Nacional, 2025. Elaboração dos autores, 2025.

A seguir, apresentam-se as hipóteses adotadas para o crescimento de cada um dos componentes dos gastos autônomos e para a variação de alguns dos parâmetros que compõem o supermultiplicador.

34 Estamos considerando aqui que o aumento de tarifas impostas pelos Estados Unidos sobre importações de produtos brasileiros não irá afetar significativamente as exportações no ano de 2025. Em 2024, o valor das exportações brasileiras de bens para os Estados Unidos foi de US\$ 40,4 bilhões. Entretanto, diversos produtos foram excluídos do aumento de tarifas. Considerando apenas os bens que foram incluídos nos aumentos de impostos, o valor das exportações para os Estados Unidos em 2024 foi de US\$ 23,7 bilhões. Esse valor corresponde a apenas 6,5% do total das exportações brasileiras de bens e serviços. Além disso, o aumento de tarifas entrou em vigor apenas em agosto, o que atenua os efeitos que ele terá ainda no ano de 2025. Soma-se a isso os fatos de que: a) houve alguma antecipação de compras por parte de importadores norte-americanos entre o anúncio das novas tarifas e sua entrada em vigor, b) em alguns casos, há contratos de fornecimento já firmados entre empresas brasileiras e norte-americanas, gerando alguma rigidez das exportações a curto prazo, e c) as empresas brasileiras podem conseguir escoar parte de sua produção para outros mercados.

Com base nessas premissas, é possível estimar o crescimento do PIB.

Inicia-se pela análise das exportações. De acordo com as projeções do FMI, o comércio mundial de bens e serviços deve crescer 1,7% em volume ao longo de 2025. No primeiro semestre de 2025, as exportações brasileiras registraram aumento de 1,6% em relação ao mesmo período de 2024 – ritmo praticamente equivalente ao do comércio global. Assim, adota-se a hipótese de que a taxa de crescimento das exportações nacionais em 2025 será de 1,7%, acompanhando o desempenho projetado para o comércio internacional.³⁴

Conforme apresentado na seção 5 (*Crédito*) desta publicação, estima-se que a parcela do crédito destinada às famílias e sensível à taxa de juros permanecerá inalterada em 2025, registrando crescimento de 0,0%. Como discutido anteriormente, as principais causas desse baixo dinamismo são o ciclo de elevação da taxa básica de juros iniciado no segundo semestre de 2024 e o seu elevado patamar real, que tende a restringir o crédito às famílias.

Em relação aos gastos públicos, é necessário tratar separadamente as despesas do governo federal, dos governos estaduais e dos governos municipais.

No que se refere às despesas do governo federal, entre janeiro e julho de 2025, as despesas primárias apresentaram crescimento nominal de 7,4% em comparação com o mesmo período do ano anterior. Considerando os valores deflacionados pelo IPCA, o crescimento real foi de 2,0%. Entretanto, o *Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias* do terceiro bimestre de 2025, divulgado pelo Tesouro Nacional, projeta que as despesas primárias no ano de 2025 terão aumento nominal de 9,8% em relação a 2024. Levando em conta as expectativas de inflação do último *Boletim Focus*, divulgado pelo Banco Central, o crescimento real das despesas primárias deve ser de 4,7% no ano. Assim, o ritmo de crescimento das despesas do governo central tende a se intensificar no segundo semestre, contribuindo para sustentar a atividade econômica e evitar uma desaceleração mais acentuada.

No caso das despesas dos governos estaduais, conforme exposto na seção 6 deste relatório, as despesas primárias apresentaram crescimento nominal de 8,6% no primeiro semestre de 2025 em relação ao mesmo período de 2024. Foram elaborados dois cenários:

- No cenário mais conservador, considera-se que as despesas estaduais crescerão no mesmo ritmo do PIB, acompanhando a tendência de expansão das receitas tributárias e das transferências do governo central.
- No cenário mais otimista, supõe-se que as despesas primárias nominais continuarão crescendo à taxa de 8,6% no segundo semestre, o que, considerando as expectativas de inflação do

Boletim Focus, implica crescimento real de 3,6%, acima, portanto, do crescimento esperado do PIB.

No que se refere às despesas dos governos municipais, a formulação de hipóteses é mais complexa devido ao elevado grau de descentralização dessas administrações. Ainda assim, alguns elementos merecem destaque. As despesas primárias municipais cresceram a taxas superiores ao PIB entre 2022 e 2024, passando de 8,5% do PIB em 2021 para 10,8% em 2024, em grande parte em função do aumento das transferências constitucionais da União para estados e municípios. Além disso, 2024 foi um ano de eleições municipais, o que tradicionalmente eleva os gastos locais. Assim, por um lado, o aumento pontual de 2024 eleva a base de comparação e tende a reduzir o crescimento de 2025; por outro, as transferências constitucionais continuam crescendo acima do PIB, e as projeções do último *Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias* indicam a manutenção dessa tendência até o fim do ano. Portanto, é razoável supor que as despesas municipais crescerão em 2025 no mesmo ritmo do PIB.

Por fim, quanto aos investimentos das empresas estatais, no primeiro semestre de 2025 houve crescimento nominal de 44,3%, conforme dados da Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais, vinculada ao Ministério da Gestão e da Inovação em Serviços Públicos. Contudo, é pouco provável que essa taxa elevada se mantenha no segundo semestre. Considera-se mais realista que, no restante do ano, a execução orçamentária das estatais

siga o padrão observado no segundo semestre de 2024³⁵. Sendo assim, projetamos um crescimento nominal do investimento das estatais de 23,3% em 2025, o que corresponde a um crescimento real de 16,2%.³⁶

Por fim, cabe discutir as mudanças nos parâmetros que compõem o supermultiplicador. Desde 2024, dois movimentos principais foram observados:

- o aumento da participação do investimento não residencial como proporção do PIB; e
- o aumento do grau de conteúdo importado da demanda.

O investimento privado não residencial corresponde aos investimentos realizados pelas empresas para expandir a capacidade produtiva do setor privado, de acordo com o princípio do acelerador flexível – ou seja, a ampliação da capacidade ocorre em resposta ao aumento da demanda. Desde o fim da pandemia, a economia brasileira vem crescendo a um ritmo superior a 3,0% ao ano, desempenho significativamente melhor do que o observado entre 2015 e 2019 (excluindo o período pandêmico), quando o PIB permaneceu praticamente estagnado. Esse maior dinamismo econômico eleva a necessidade de investimento empresarial, a fim de ajustar a capacidade produtiva à expansão da demanda.

35 Em 2024, o orçamento de investimento das empresas estatais era de R\$ 152,6 bilhões, e 56,0% desse valor foi executado, sendo que 22,5% do orçamento foi executado no primeiro semestre e outros 33,5% foram executados no segundo semestre. Em 2025, o orçamento de investimento das estatais é de \$ 166,6 bilhões. 29,8% desse orçamento já foi executado no primeiro semestre, e supomos que outros 33,5% serão executados no segundo semestre.

36 Consideramos aqui um deflator de 6,1%, que é o deflator da Formação Bruta de Capital Fixo entre o primeiro semestre de 2025 e o primeiro semestre de 2024 das Contas Nacionais Trimestrais.

Adicionalmente, o grau de utilização da capacidade instalada na indústria tem aumentado desde o fim da pandemia, reforçando a necessidade de ampliação da produção. Segundo estimativas do IPEA, no primeiro semestre de 2025, o investimento em máquinas e equipamentos cresceu 9,2% em relação ao mesmo período de 2024. Embora parte desse aumento decorra dos investimentos das empresas estatais, há também sinais de aceleração dos investimentos privados, o que sustenta a hipótese de elevação da propensão a investir. Com base nesses elementos, estima-se que a propensão a investir aumente de 9,5% para 9,8% do PIB em 2025, o que representa um acréscimo de 0,3 ponto percentual.

Quanto ao aumento do conteúdo importado da demanda, parte dele está relacionada à própria expansão dos investimentos em máquinas e equipamentos, que possuem elevado componente importado. No entanto, esse fator não explica integralmente a elevação observada, uma vez que as importações de bens de consumo também vêm crescendo em ritmo acelerado. No primeiro semestre de 2025, o conteúdo importado atingiu 15,3%, frente a uma média de 14,9% em 2024. Supõe-se, portanto, que esse percentual se manterá em 15,3% ao longo do segundo semestre, representando um aumento de 0,4 ponto percentual em relação ao ano anterior.

Por fim, considera-se que a propensão marginal a consumir das famílias e a carga tributária permanecerão estáveis ao longo de 2025.

Dessa forma, é possível apresentar as projeções de crescimento do PIB para o ano: no cenário otimista (25), o crescimento projetado é de 2,6%; já no cenário pessimista (26), a expansão estimada é de 2,3%. A diferença entre os dois cenários decorre das hipóteses relativas às despesas dos governos estaduais: no primeiro, projeta-se um crescimento real de 3,6%; no segundo, considera-se que essas despesas assumem um comportamento induzido, e assim, cresçam no mesmo ritmo do PIB.

25 – Projeção de crescimento no cenário otimista

Variável	Taxa de crescimento (%) / Variação em pontos percentuais (pp)	Contribuição para o crescimento
Gastos primários do governo federal	4,7%	1,3 pp
Gastos primários dos governos estaduais	3,6%	0,7 pp
Investimento das empresas públicas	16,2%	0,5 pp
Exportações	1,7%	0,6 pp

Consumo das famílias financiado por crédito e investimento residencial	0,0%	0 pp
Variação da propensão a investir	0,3 pp	0,6 pp
Variação do conteúdo importado da demanda	0,4 pp	-1,1 pp
PIB	2,6%	

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, 2025; IBGE, 2025; MGI, 2025; FMI, 2025; Banco Central, 2025. Elaboração dos autores, 2025.

26 – Projeção de crescimento no cenário pessimista³⁷

Variável	Taxa de crescimento (%) / Variação em pontos percentuais (pp)	Contribuição para o crescimento (pp)
Gastos primários do governo federal	4,7%	1,6 pp
Investimento das empresas públicas	16,2%	0,6 pp
Exportações	1,7%	0,7 pp
Consumo das famílias financiado por crédito e investimento residencial	0,0%	0 pp
Variação da propensão a investir	0,3 pp	0,7 pp
Variação do conteúdo importado da demanda	0,4 pp	-1,4 pp
PIB	2,3%	

Fonte: Tesouro Nacional, 2025; IBGE, 2025; MGI, 2025; FMI, 2025; Banco Central, 2025. Elaboração dos autores, 2025.

³⁷ Note que ao comparar os dois cenários, as contribuições para o crescimento de cada variável são diferentes, mesmo no caso das variáveis que apresentam a mesma taxa de crescimento nos dois cenários. Isso ocorre pois no segundo cenário, as despesas dos governos estaduais foram tratadas como induzidas, o que muda tanto o valor do supermultiplicador quanto o peso de cada um dos componentes dos gastos autônomos no total desses gastos. Portanto, isso resulta em contribuições diferentes para cada variável em cada um dos cenários considerados.

A aparente diferença entre a soma das contribuições e o crescimento do PIB é decorrente de arredondamentos para apresentar cada uma das contribuições.

CONCLUSÃO

Os dados mais recentes, incluindo o resultado do PIB do segundo trimestre, confirmam a hipótese levantada no relatório anterior. O crescimento do PIB em relação ao trimestre anterior caiu de 1,3% para 0,4%, e, na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, de 3,7% para 2,6%. O mesmo comportamento se verifica em todos os componentes da demanda agregada. A queda das importações em 2,85% em relação ao trimestre anterior reforça esse quadro, refletindo a retração do consumo e, sobretudo, do investimento.

Pelo lado da oferta, o cenário é semelhante, com destaque para o desempenho da indústria de transformação. Após o crescimento robusto de 3,7% em 2024, a produção industrial voltou ao mesmo nível do segundo trimestre do ano anterior, evidenciando a estreita correlação entre o desempenho agregado da economia e o setor industrial. No que diz respeito ao investimento privado, as defasagens inerentes ao processo decisório e as incertezas quanto à demanda futura ainda não permitem afirmar com precisão se o ciclo de expansão ocorrido no ano passado se encerrou.

Esse comportamento também se reflete nas pesquisas mensais da indústria, que registraram forte queda na produção de bens de consumo e desempenho fraco no setor de bens de capital. A maioria dos indicadores industriais encontra-se em terreno negativo, com

exceção dos acumulados em 12 meses, que ainda refletem o bom desempenho de 2024.

As pesquisas mensais de comércio confirmam o quadro observado nas Contas Nacionais, com retração do consumo. Algumas quedas se destacam, como nas vendas de veículos e motocicletas, equipamentos de informática e comunicação e móveis. A redução nas vendas desses itens indica que o desempenho do consumo não está inteiramente coerente com os dados do mercado de trabalho. Este, por sua vez, segue aquecido, com redução do desemprego e crescimento da ocupação e da força de trabalho desde abril. Diante do aumento dos salários reais, a massa de rendimentos também vem crescendo de forma consistente em 2025. Assim, seria esperado um aumento do consumo induzido pela renda – mas não necessariamente dos bens de maior valor unitário, cuja dinâmica depende mais diretamente do crédito, que apresentou desaceleração, conforme mostrado na seção correspondente. A linha de crédito que mais fortemente se retraiu foi a do setor imobiliário, que, nas Contas Nacionais, contribuiu negativamente para o crescimento do PIB. Nessa seção também foram calculadas as elasticidades do crédito em relação à taxa de juros, as quais serviram de base para as estimativas de crescimento do PIB em 2025.

A trajetória dos juros, tratada na seção sobre o setor externo, revela que o ciclo de alta iniciado no segundo semestre de 2024 esteve diretamente relacionado à política anti-inflacionária conduzida por meio da valorização cambial. A apreciação do real no primeiro semestre de 2025 decorreu da combinação de fatores externos e

domésticos — maior liquidez internacional, queda do risco soberano e diferencial de juros elevado.

No campo real da economia, as transações correntes mantiveram trajetória de deterioração, ainda que com algumas melhoras pontuais. Esse quadro, entretanto, não gerou pressões negativas sobre o câmbio, pois prevaleceu o canal financeiro, sustentado por um ambiente global mais favorável e pela redução do prêmio de risco. A política monetária restritiva, combinada a intervenções pontuais do Banco Central, reforçou esse processo ao manter o diferencial de juros em nível historicamente alto. Nesse cenário, o Brasil parece dispor de espaço para conduzir um processo gradual de flexibilização monetária sem comprometer o balanço de pagamentos nem a estabilidade cambial no curto prazo.

Na seção dedicada à inflação, observa-se que o IPCA iniciou trajetória de desaceleração, convergindo para os níveis médios dos anos anteriores. O principal fator de pressão inflacionária — os preços dos alimentos — vem apresentando queda, reflexo da valorização cambial e da redução de preços de *commodities*, além da estabilização dos preços domésticos e processados. Embora alguns itens, como energia elétrica e fumo, tenham exercido pressões pontuais, a dinâmica dos salários nominais reforça a tendência de desaceleração da inflação.

Em relação às finanças públicas federais, o bom desempenho da arrecadação permitiu ao governo evitar novos bloqueios de despesas e ainda cumprir a meta de resultado primário. O cancelamento

de R\$ 10,747 bilhões em gastos — dos quais R\$ 8,3 bilhões em despesas discricionárias e R\$ 2,447 bilhões em emendas parlamentares — decorre do teto de crescimento anual de gastos previsto pelo novo arcabouço fiscal. Apesar da redução dos gastos até junho, as revisões bimestrais do Ministério da Fazenda apontam para uma expansão no segundo semestre.

Na análise das finanças dos entes estaduais, observa-se uma desaceleração significativa na arrecadação, acompanhada de uma leve redução no ritmo de crescimento das despesas. Pelo lado das receitas, o Nordeste lidera a desaceleração regional, com destaque para o impacto negativo da rubrica “Outras transferências correntes”, que reduziu o crescimento real da RCL em todas as regiões. Pelo lado das despesas, os grupos de “Investimentos” e “Juros e encargos da dívida” contribuíram para a desaceleração, enquanto “Outras despesas correntes” continuaram a pressionar o crescimento real. No recorte regional, o Nordeste e o Centro-Oeste impulsionaram o crescimento agregado, enquanto o Sudeste exerceu o maior impacto na desaceleração do ritmo de expansão das despesas.

Por fim, o conjunto de dados e projeções apresentados neste relatório embasa as estimativas de crescimento do PIB para 2025. Mantendo o padrão dos relatórios anteriores, são apresentados dois cenários: um otimista, com crescimento de 2,6%, e outro mais conservador, com crescimento de 2,3%.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AIDAR, G. A.; BRAGA, J. F. Push factors and sovereign risk: an analysis for peripheral economies. **Investigación Económica**, v. 79, n. 314, p. 3-34, 2020. DOI: <<https://doi.org/10.22201/fe.01851667p.2020.314.02>>.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. **Summary of economic projections** – June 18, 2025. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2025. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcproj-tabl20250618.pdf>>. Acesso em: 24 ago. 2025.

HALUSKA, G. A economia brasileira no século XXI: uma análise a partir do modelo do supermultiplicador sraffiano. **Economia e Sociedade**, v. 32, n. 2, p. 297-332, 2023.

LEMOS, F. A. F.; SOUSA, G. F.; VIEIRA, T. S. **Tratamento de criptoativos no balanço de pagamentos do Brasil**. *BC Blog*, Brasília: Banco Central do Brasil, 9 jan. 2024. Atualizado em: 26 jul. 2024. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/noticiablogbc/6/noticia>>. Acesso em: 24 ago. 2025.

MARINS, N.; SUMMA, R.; CONSUL, R. **O comportamento da taxa de câmbio nominal entre o real brasileiro e o dólar americano em 2024**. Rio de Janeiro: Centro Celso Furtado, 2025. Disponível em: <<https://centrocelsofurtado.org.br/>

[blog/2025/03/25/o-comportamento-da-taxa-de-cambio-nominal-entre-o-real-brasileiro-e-o-dolar-americano-em-2024](https://centrocelsofurtado.org.br/blog/2025/03/25/o-comportamento-da-taxa-de-cambio-nominal-entre-o-real-brasileiro-e-o-dolar-americano-em-2024)>. Acesso em: 24 ago. 2025.

WALLER, C. J. **Reflections on monetary policy and the outlook**. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System, 17 jul. 2025. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20250717a.htm>>. Acesso em: 24 ago. 2025.



Centro Internacional
CELSO FURTADO
de Políticas para o Desenvolvimento
The International CELSO FURTADO Center for Development Policies



COMSEFAZ
COMITÊ NACIONAL DE SECRETÁRIOS DE FAZENDA DOS ESTADOS E DO DF



GEFIN
GRUPO DE GESTORES
DAS FINANÇAS ESTADUAIS