

UPDATE N. 2

# BOLETIM FISCAL DOS ESTADOS BRASILEIROS

2<sup>a</sup> EDIÇÃO

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

 **COMSEFAZ**  
COMITÉ NACIONAL DE RECERFÉS DE FAZENDA DOS ESTADOS E DO DF

 **GEFIN**  
GRUPO DE GESTORES  
DAS FINANÇAS ESTADUAIS

# **BOLETIM FISCAL DOS ESTADOS BRASILEIROS**

**UPDATE N. 2 - 2<sup>a</sup> 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  
Amarílio Freitas  
Benicio Costa  
Carlos Eduardo Xavier  
Cleverson Siewert  
Daniel Izaias de Carvalho  
Donizeth Silva  
Emílio Joaquim de Oliveira Júnior  
Fabrício Gomes Santos  
Flávio Cesar Mendes de Oliveira  
Flávio Mota  
Francisco Sérvelo  
Jesus Vidal  
Juliano Pasqual  
Luis Fernando Pereira da Silva  
Luiz Claudio Gomes  
Manoel Sueide Freitas  
Manoel Vitório da Silva Filho  
Marcellus Ribeiro Alves  
Marialvo Laureano dos Santos Filho  
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

**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 © 2026 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 (fevereiro 2026) / 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  
Ricardo de Figueiredo Summa  
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](mailto: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.centrocelfurtado.org.br/> | [secretaria@centrocelfurtado.org.br](mailto:secretaria@centrocelfurtado.org.br)

# SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO	6
CONTAS NACIONAIS	8
PESQUISAS MENSais IBGE (INDÚSTRIA, COMÉRCIO E SERVIÇOS) – RESULTADOS REGIONAIS (JANEIRO-OUTUBRO 2025)	15
MERCADO DE TRABALHO	26
CRÉDITO	32
Evolução do câmbio e das contas externas no Brasil: 2º SEMESTRE DE 2025	34
INFLAÇÃO	42
FINANÇAS FEDERAIS	44
ANÁLISE DAS FINANÇAS ESTADUAIS	53
RECEITAS TRIBUTÁRIAS	59
CONSIDERAÇÕES FINAIS	85
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	88

# APRESENTAÇÃO

Após alguns sinais e indicações diagnosticados em boletins anteriores, os dados das contas nacionais confirmam que a economia brasileira em 2025 irá reduzir seu crescimento frente aos anos anteriores. É exatamente por essa análise agregada que se inicia esta atualização do Boletim Fiscal dos Estados Brasileiros, por meio do exame dos componentes da demanda agregada das contas nacionais.

Ainda em relação ao desempenho da economia, agora com foco em grandes setores de atividade, o Boletim prossegue com uma análise das pesquisas mensais do IBGE de Indústria, Comércio e Serviços. Neste número, procuramos enfatizar mais o desempenho dos estados nas categorias analisadas. Esse tipo de recorte nos pareceu mais adequado ao objetivo final do trabalho e, nos próximos boletins, será alvo de construção de indicadores regionais, uma agregação que IBGE não divulga atualmente.

## PESQUISAS MENSais DO IBGE DE INDÚSTRIA, COMÉRCIO E SERVIÇOS

O relatório prossegue com o estudo do mercado de trabalho, no qual são examinadas a taxa de ocupação, o comportamento da força de trabalho, a massa salarial e o rendimento no trabalho principal. Em relação a essa última variável e ao nível de ocupação, também desagregamos a informação para os estados, e apresentamos os rendimentos reais de acordo com diferentes ocupações.

Na seção dedicada ao crédito doméstico, além de uma breve apresentação dos principais agregados, apresentamos um estudo econométrico relacionando a taxa SELIC com as elasticidades de algumas operações de crédito para pessoas físicas. A partir de tais estimativas é possível avaliar o efeito que alterações nos juros básicos da economia terão sobre a expansão do crédito e, assim, sobre a demanda das famílias. Esse é um elemento crucial para a estimativa de cenários macroeconômicos que resultam de distintas políticas monetárias.

A seção de setor externo avalia inicialmente a trajetória do câmbio e das principais contas com o exterior: transações correntes e conta financeira, com análise desagregada de seus componentes e destaque especial para o comportamento dos criptoativos. Nessa seção também é feito um exercício econômétrico relacionando os choques na taxa SELIC, nos CDS (*Credit Default Swap*) e nos EMBI (*Emerging Markets Bond Index*) e os efeitos sobre os fluxos de investimentos em carteira, de investimento direto externo e outros.

Finalizando a análise de conjuntura macroeconômica, tratamos brevemente do comportamento da inflação, destacando que sua trajetória foi principalmente influenciada pelo comportamento dos preços dos alimentos que, por sua vez, foi fortemente impactada pelo câmbio.

Na sequência do boletim, passamos para as duas seções que tratam de finanças públicas. Nas finanças federais é feita uma análise do cumprimento do limite de despesas até o 5º bimestre de 2025 e, posteriormente, do resultado da avaliação das despesas até o 4º bimestre. Além disso, ainda há um exercício com perspectivas para 2026.

Já na seção de finanças estaduais, apresentamos uma análise abrangente do desempenho fiscal das unidades federativas brasileiras até outubro de 2025, comparando os resultados com o mesmo período de 2024. Os principais aspectos abordados incluem o comportamento das receitas, despesas, resultados primários e endividamento dos estados. Nas receitas, observa-se uma desaceleração no crescimento da Receita Corrente Líquida (RCL), refletindo a reversão de fatores extraordinários que impulsionaram a arrecadação anterior. Destacam-se as receitas de ICMS, cujo desempenho está mais contido, e o aumento das receitas provenientes de aplicações financeiras, devido ao elevado patamar da taxa Selic e ao acúmulo de caixa pelos estados.

Nas despesas, há uma tendência de desaceleração, embora ainda seja observada uma manutenção de crescimento real relevante, especialmente em despesas de custeio e investimentos, com variações regionais. A despesa com pessoal, embora controlada por limites da Lei de Responsabilidade Fiscal, apresentou retomada em algumas regiões, exigindo atenção contínua.

O resultado primário, que mede a capacidade dos estados gerarem superávits sem considerar despesas financeiras, apresentou uma redução geral no período, reforçando o contexto de ajuste fiscal e necessidade de gestão eficiente. O endividamento geral dos estados permanece relativamente estável, concentrado em poucas unidades federativas, mesmo diante de um cenário de desaceleração econômica.

Em síntese, a seção evidencia a complexidade e heterogeneidade do cenário fiscal regional, destacando os desafios na transição para um ambiente de menor crescimento das receitas, ao mesmo tempo em que reforça a importância de uma gestão fiscal responsável para garantir a sustentabilidade financeira dos entes federados.

Ao final do boletim apresentamos algumas considerações finais à guisa de conclusão.

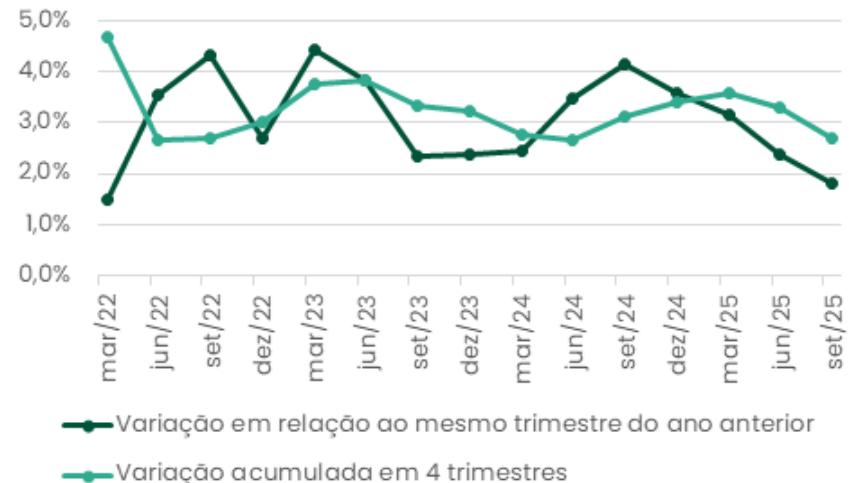
# CONTAS NACIONAIS

O ano de 2025 foi marcado por uma desaceleração da economia brasileira e, nesta seção, vamos discutir as causas dessa desaceleração, enfatizando os componentes da demanda agregada.

Em 2023 e 2024, o Produto Interno Bruto (PIB) do país cresceu, em média, 3,3% ao ano. Já em 2025, a expectativa é de que a taxa de crescimento seja um pouco menor. Segundo dados do IBGE, nos três primeiros trimestres de 2025, o PIB cresceu 2,4% em relação ao mesmo período do ano anterior, como pode ser visto no gráfico 1, que mostra a taxa de crescimento do PIB acumulada nos últimos quatro trimestres (em relação aos quatro trimestres imediatamente anteriores) e a taxa de crescimento de cada trimestre em relação ao mesmo trimestre do ano anterior<sup>1</sup>.

## 2025 foi marcado por uma desaceleração da economia brasileira

Gráfico 1 – Taxa de crescimento do PIB sob diferentes indicadores



Fonte: IBGE.

A tabela 1 mostra as taxas de crescimento do PIB e dos componentes da demanda em dois períodos: a) a média do biênio 2023–2024, e b) a taxa de crescimento dos três primeiros trimestres de 2025 em relação ao mesmo período do ano anterior. É possível verificar que todos os grandes componentes do PIB pela ótica da demanda passam por uma redução da taxa de crescimento em 2025, com exceção da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF – que chamaremos de

1 Nas análises que serão feitas no restante dessa seção, a taxa de crescimento de 2025 será comparada com a taxa de crescimento média dos anos de 2023 e 2024. Como, no momento em que este relatório foi redigido, os dados do ano de 2025 não estavam consolidados, utilizou-se, na maioria dos casos, a taxa de crescimento dos três primeiros trimestres de 2025 em relação aos três primeiros trimestres de 2024 (nos casos em que não há dados disponíveis até setembro, o período utilizado é indicado). O motivo para se considerar a média dos anos de 2023 e 2024 é porque a taxa de crescimento do PIB nesses dois anos foi muito parecida (3,2% e 3,4%, respectivamente).

investimento). Ainda assim, vale ressaltar que a taxa de crescimento do investimento no período 2023-2024 é afetada por uma queda de 3,0% em 2023 e, quando comparado apenas com 2024, o investimento também está desacelerando.

**Tabela 1 – Taxa de crescimento do PIB e dos componentes do PIB pela ótica da demanda, em volume**

Componente da demanda	Média 2023-2024	2025 (até o 3º trimestre)
PIB	3,3%	2,4%
Consumo das Famílias	4,2%	1,4%
Consumo do Governo	2,9%	1,6%
Formação Bruta de Capital Fixo	1,8%	5,0%
Exportação	5,8%	3,6%
Importação	6,9%	6,2%

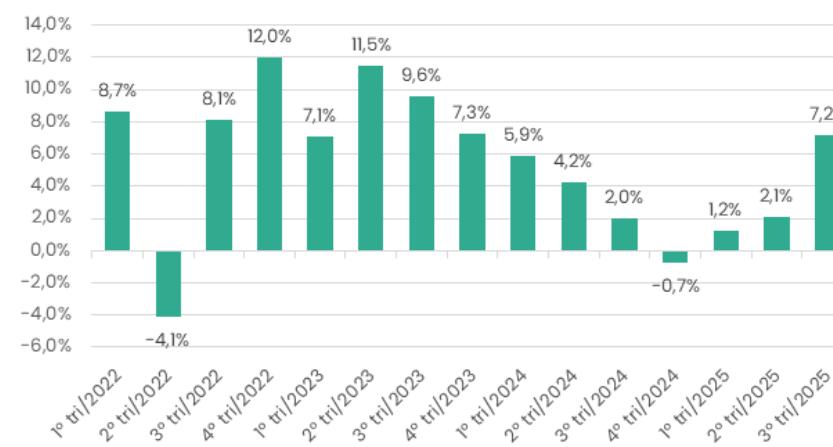
Fonte: IBGE.

No acumulado até o terceiro trimestre de 2025, as exportações cresceram 3,6%, quando comparadas ao mesmo período de 2024 – o que representa um ritmo inferior ao observado em 2023 e 2024. Apesar dessa desaceleração, quando olhamos o

as exportações cresceram  
**3,6%**

crescimento das exportações apenas no 3º trimestre, em relação ao mesmo trimestre de 2024, percebemos que a taxa de 7,2% é a mais alta para o período nos últimos três anos (ver gráfico 2). É curioso que esse aumento do crescimento das exportações tenha coincidido com a aplicação de aumentos de tarifas pelos Estados Unidos contra vários produtos brasileiros, que entraram em vigor em agosto de 2025. Os dados do SISCOMEX mostram que, embora as exportações para os Estados Unidos tenham caído (em volume) 2,0% no 3º trimestre (em relação ao 3º trimestre do ano anterior), essa redução foi atenuada por um grande aumento das exportações em julho, pois muitos importadores norte-americanos parecem ter antecipado suas compras diante da eminência da entrada em vigor das tarifas. Além disso, ainda de acordo com o SISCOMEX, essa queda das exportações para os Estados Unidos foi mais do que compensada pelos aumentos das exportações para outros dois dos principais parceiros comerciais brasileiros, China e Argentina.

**Gráfico 2 – Taxa de crescimento das exportações em volume (trimestre em relação ao mesmo trimestre do ano anterior)**



Fonte: IBGE.

Outro fator importante para explicar a desaceleração é a redução do crescimento dos gastos públicos. A tabela 2 mostra a taxa de crescimento média anual dos gastos primários por esfera de governo nos anos de 2023-2024 e no primeiro semestre de 2025, em comparação com o mesmo período de 2024. Como podemos ver, as despesas do Governo Central se mantiveram praticamente inalteradas no período (-0,1%), enquanto as dos governos municipais caíram 2,4%. Apenas as despesas dos governos estaduais seguiram crescendo a um ritmo parecido com o observado na média dos anos de 2023-2024 (3,7%, ante 3,4%).

**Tabela 2 – Taxa de crescimento real das despesas primários do governo, por esfera de governo.**

Esfera de governo	Média 2023 – 2024	2025* (até o 2º trimestre)
Governo Federal	5,5%	-0,1%
Estados	3,4%	3,7%
Municípios	10,2%	-2,4%
Total	6,2%	0,3%

\*Comparação com o acumulado no mesmo período de 2024

Fonte: Tesouro Nacional, IBGE. Elaboração própria.

A pequena queda dos gastos do governo federal pode ser explicada por dois fatores. Em primeiro lugar, devido ao contingenciamento de despesas durante o primeiro semestre do ano de 2025. Em segundo lugar porque, no primeiro semestre de 2024, houve vultosos pagamentos de precatórios, despesas de caráter não recorrente e que não se repetiram no mesmo montante em 2025 – ou seja, o patamar de gastos de 2024, de onde se parte para a comparação com 2025, está excepcionalmente mais elevado.

Já as despesas dos municípios tiveram grande crescimento em 2024, o que pode ser explicado em boa parte pelas eleições municipais daquele ano. Portanto, parte da queda dessas despesas no primeiro semestre de 2025 se deve à comparação com um ano de despesas mais elevadas por conta das eleições, o que tem impactado

principalmente os investimentos dos municípios. Ademais, o acelerado crescimento das despesas no período 2021-2024 foi sustentado pelo aumento das receitas tributárias dos municípios e das transferências da União e dos governos estaduais, em proporção do PIB. Já em 2025, a estabilização dessas receitas reduz o espaço fiscal disponível, freando o crescimento das despesas municipais.

Outra forma de analisar os efeitos dos gastos primários do governo sobre a demanda agregada é separando-os entre: a) consumo e b) investimento do governo, e c) transferências para as famílias na forma de benefícios sociais. Desses, apenas o consumo do governo representa um componente do PIB pela ótica da demanda isoladamente e, como podemos ver na tabela 1, sua taxa de crescimento também diminuiu nos primeiros nove meses de 2025.

O investimento do governo compõe a FBCF, que inclui também os investimentos das empresas e o investimento residencial das famílias. As transferências, por sua vez, não compõem diretamente o PIB pela ótica da demanda, e apenas afetam a renda disponível das famílias. Portanto, seu efeito sobre a demanda agregada depende da propensão a consumir das famílias.<sup>2</sup>

A tabela 3 mostra dados desagregados do investimento. A primeira parte da tabela mostra dados de investimento sob a ótica de alguns dos setores que os executam, como o governo, as empresas públicas e as pessoas físicas, por meio das concessões de financiamento

imobiliário – que é uma proxy para o investimento residencial das famílias. A segunda parte da tabela mostra os investimentos por tipo de ativo, calculados pelo IPEA, separados entre construção civil, máquinas e equipamentos, e outros ativos.

**Tabela 3 – Taxa de crescimento dos componentes da FBCF, em volume**

<b>Variável</b>	<b>Média 2023-2024</b>	<b>2025</b>		<b>Período</b>
	<b>Taxa de variação</b>	<b>Taxa de variação</b>		
Formação Bruta de Capital Fixo	1,8%	5,0%		Janeiro a setembro
Investimento por setor institucional:				
Investimento do governo	9,2%	0,0%		Janeiro a junho
Investimento das empresas públicas	32,5%	-10,0%		Janeiro a setembro
Financiamentos imobiliários	0,0%	0,0%		Janeiro a setembro
Investimento por tipo de ativo:				

2 Os efeitos dos investimentos do governo e das transferências serão analisados ao tratarmos os determinantes do investimento e do consumo das famílias.

Investimento em construção	2,0%	3,6%	Janeiro a agosto
Investimento em máquinas e equipamentos	-0,1%	6,4%	Janeiro a agosto
Investimento em outros ativos	7,2%	6,5%	Janeiro a agosto

Fonte: IBGE, Tesouro Nacional, SEST/MGI, Banco Central e IPEA. Elaboração própria.

Como podemos ver, o investimento público caiu 20,0% no primeiro semestre de 2025 em relação ao mesmo período de 2024, o que se deve, em sua maior parte, às reduções dos investimentos dos governos municipais no ano após as eleições, conforme mencionado acima. Os investimentos das empresas públicas, por sua vez, também são um instrumento importante para o setor público estimular a demanda agregada, sendo um componente que não entra diretamente no orçamento do governo e não está contemplado pelas regras fiscais. Embora sua taxa de crescimento tenha diminuído ligeiramente em relação à média do período de 2023-2024, esse componente da demanda segue crescendo a taxas bastante elevadas (26,1%). Já os financiamentos imobiliários diminuíram 9,2% até setembro, o que é explicado, em boa medida, pelas elevadas taxas de juros reais.

**o investimento  
público caiu  
20%**

Quando analisamos por tipo de ativo, vemos que os investimentos em máquinas e equipamentos e em outros ativos estão crescendo mais de 6% no ano. Com um crescimento de 26,1% do investimento, é inegável que as empresas públicas estão contribuindo para o crescimento dos investimentos nesses ativos. Entretanto, como os investimentos dessas empresas representam apenas cerca de 13% do investimento total das empresas, isso indica que é provável que o investimento das empresas privadas também esteja crescendo – um comportamento esperado, dado que o investimento depende mais do crescimento da demanda agregada do que da taxa de juros real.

No nosso esquema analítico, o consumo das famílias depende da renda disponível e do acesso ao crédito. Enquanto esse último é um componente autônomo, o consumo a partir da renda disponível, depende, em boa medida, da massa salarial e das transferências de renda pagas pelo governo<sup>3</sup>. A tabela 4 apresenta a taxa de crescimento do consumo das famílias e de alguns dos fatores que influenciam essa variável, considerando a média do crescimento dos anos de 2023-2024, e os três primeiros trimestres de 2025. Vale ressaltar que esse consumo pode ser influenciado também por outros fatores, como mudanças na propensão a consumir, de forma que esses dados não esgotam os determinantes do consumo.

<sup>3</sup> Naturalmente, também há consumo financiado pelos lucros, porém, o consumo dos indivíduos mais ricos não depende tão diretamente da renda disponível, de forma que a evolução dos lucros não possui grande importância para explicar o comportamento do consumo.

**Tabela 4 – Taxa de crescimento real do consumo das famílias e de alguns de seus determinantes**

Variável	Média 2023-2024	2025 (até o 3º trimestre)
Consumo das Famílias	4,2%	1,4%
Massa salarial*	6,4%	5,8%
Transferências para as famílias**	5,4%	2,8%
Crédito pessoal não rotativo (exclusivo imobiliário)***	8,2%	-0,9%

Fonte: IBGE, Banco Central e Tesouro Nacional.

\* Dados da Pnad Contínua de rendimento habitualmente recebido, desconsiderando empregadores e trabalhadores por conta própria e considerando apenas empregados.

\*\* Benefícios Sociais pagos pelo governo central, no período de janeiro a agosto.

\*\*\* Concessões de recursos livres para pessoas físicas de Crédito pessoal e para aquisição de bens.

De acordo com os dados apresentados na tabela 4, observa-se que a taxa de crescimento do consumo das famílias apresentou uma desaceleração em 2025. Essa trajetória de redução reflete, inicialmente, uma menor expansão da massa salarial, que, por sua vez, é consequência direta da própria desaceleração do PIB. Como o crescimento da massa salarial é um componente fundamental do consumo, sua diminuição indica uma menor propensão das famílias a

gastar, impactando negativamente na demanda agregada do país. Essa relação evidencia que o consumo das famílias, apesar de ser um componente importante do PIB, também pode ser considerado um componente induzido, ou seja, respondendo às condições econômicas gerais, especialmente à renda disponível decorrente do mercado de trabalho.

A desaceleração do consumo também está fortemente relacionada às políticas macroeconômicas adotadas pelo governo. A redução do crescimento das concessões de crédito, por exemplo, é um resultado direto da política monetária restritiva, que elevou as taxas de juros reais e tornou o crédito mais caro e menos acessível às famílias. Como consequência, a propensão ao financiamento de bens duráveis, automóveis, imóveis e até mesmo despesas cotidianas por meio de crédito diminuiu, contribuindo para uma retração do consumo financiado.

Esses efeitos combinados mostram que o conjunto de políticas implementadas, tanto monetárias quanto fiscais, desempenhou um papel importante na desaceleração do consumo em 2025, contribuindo para o arrefecimento da demanda agregada na economia brasileira. Portanto, a crise de consumo observada é resultado de uma complexa interação entre fatores internos, como o crescimento da renda e o crédito, e fatores externos, como as políticas econômicas adotadas. Essas medidas, embora necessárias para o controle macroeconômico e a sustentabilidade das contas públicas, tiveram impactos diretos na capacidade de consumo das famílias, limitando

o crescimento da demanda e contribuindo para a desaceleração econômica do país.

Por fim, cabe destacar que o conteúdo importado da economia tem aumentado, o que significa que uma parcela maior da demanda tem vazado para o exterior, o que também contribui para a desaceleração econômica. Um fator que influencia o conteúdo importado é a composição da demanda agregada, haja visto que o investimento em máquinas e equipamentos possui conteúdo importado maior que os demais componentes da demanda. Portanto, parte do aumento do conteúdo importado que vem ocorrendo desde 2024 se deve ao crescimento do investimento em máquinas e equipamentos a um ritmo superior ao crescimento do PIB. Entretanto, podemos ver na tabela 1 que em 2025 as importações estão crescendo mais do que todos os componentes do PIB, o que sugere que o conteúdo importado está aumentando não apenas por conta das mudanças na composição da demanda.

# PESQUISAS MENSais IBGE (INDÚSTRIA, COMÉRCIO E SERVIÇOS) – RESULTADOS REGIONAIS (JANEIRO-OUTUBRO 2025)

## *Indústria – Pesquisa Industrial Mensal (PIM)*

Em outubro de 2025, a produção industrial nacional registrou crescimento de 0,1% em relação ao mês imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal, após ter recuado 0,4% em setembro e avançado 0,7% em agosto do mesmo ano. Entre os estados pesquisados, oito apresentaram crescimento. As expansões mais expressivas em outubro ocorreram em:

- **Goiás (6,5%)**, que acumulou ganho de 11,6% ao longo de quatro meses consecutivos;
- **Mato Grosso (5,8%)**, que registrou seu terceiro resultado positivo seguido, somando alta de 8,1% no período;

- **Amazonas (4,1%)**, que acumulou alta de 14,7% nos últimos dois meses da pesquisa (setembro e outubro); e
- **Rio de Janeiro (4,1%)**, que recuperou parte da queda de 6,0% verificada no período agosto-setembro de 2025.

Bahia (2,7%), Minas Gerais (2,1%), Santa Catarina (0,6%) e Paraná (0,5%) completaram a lista das unidades da federação com variações positivas na comparação de outubro contra setembro de 2025 (série livre de efeitos sazonais).

**Tabela 5 – Indicadores Conjunturais da Indústria – Produção Física Regional (out./2025)**

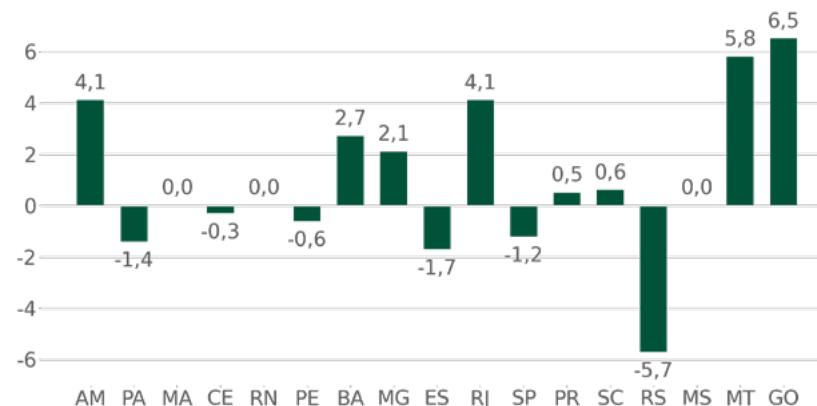
UF	Outubro 2025		
	Mês/mês anterior (dessaazonalizado)	Acumulado no ano/acumulado no mesmo período do ano anterior	Acumulado 12 me- ses/acumulado 12 meses anteriores
<b>Brasil</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>
AM	4,1	1,3	2,9
PA	-1,4	3,8	4,9
MA	-	-5,5	-5,8
CE	-0,3	-0,4	-0,5
RN	-	-12,7	-11,9
PE	-0,6	-4,7	-2,1

BA	2,7	1,0	1,1
MG	2,1	0,8	0,6
ES	-1,7	8,6	5,3
RJ	4,1	4,6	2,6
SP	-1,2	-2,0	-2,1
PR	0,5	0,9	1,2
SC	0,6	2,8	3,4
RS	-5,7	2,3	2,3
MS	-	-13,5	-12,2
MT	5,8	-7,2	-4,1
GO	6,5	3,0	2,2

\*Foram considerados apenas aquelas 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.

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

**Gráfico 3 – Produção Física por UF ( $\Delta\%$ ) – mês/mês anterior\***  
– out./2025



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

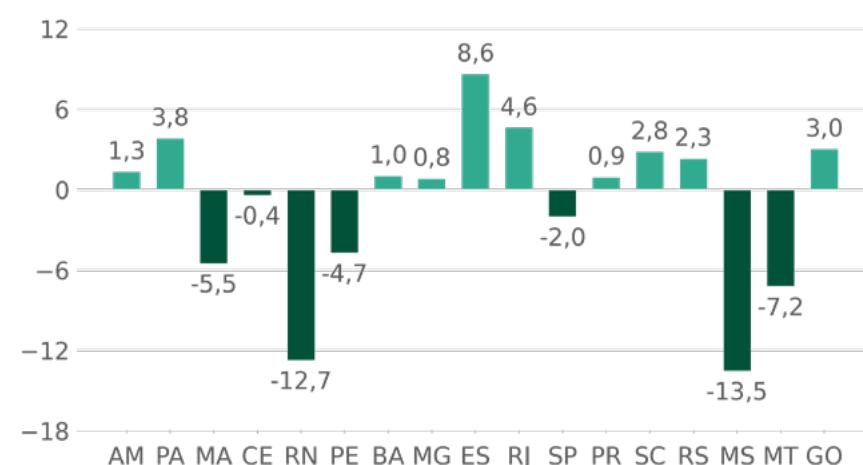
\* Série livre de efeitos sazonais.

No acumulado de janeiro a outubro de 2025, a produção industrial nacional cresceu 0,8% em comparação com o mesmo período de 2024, com dez dos locais pesquisados registrando resultados positivos. As maiores expansões ocorreram no Espírito Santo (8,6%), Rio de Janeiro (4,6%) e Pará (3,8%). Esses avanços foram impulsionados, sobretudo, pelas indústrias extractivas: no Espírito Santo, pela produção de óleos brutos de petróleo, minério de ferro pelletizado ou sinterizado e gás natural; no Rio de Janeiro, por óleos brutos de petróleo e gás natural; e, no Pará, por minérios de manganês e cobre (em

bruto ou beneficiados), além do desempenho da metalurgia, especialmente na produção de vergalhões de aço ao carbono.

Goiás (3,0%), Santa Catarina (2,8%), Rio Grande do Sul (2,3%), Amazonas (1,3%), Bahia (1,0%) e Paraná (0,9%) também apresentaram crescimentos superiores à média da amostra, enquanto Minas Gerais (0,8%) igualou o resultado do país.

**Gráfico 4 – Produção Física por Unidade Federativa ( $\Delta\%$ ) – acumulado no ano – out./2025**

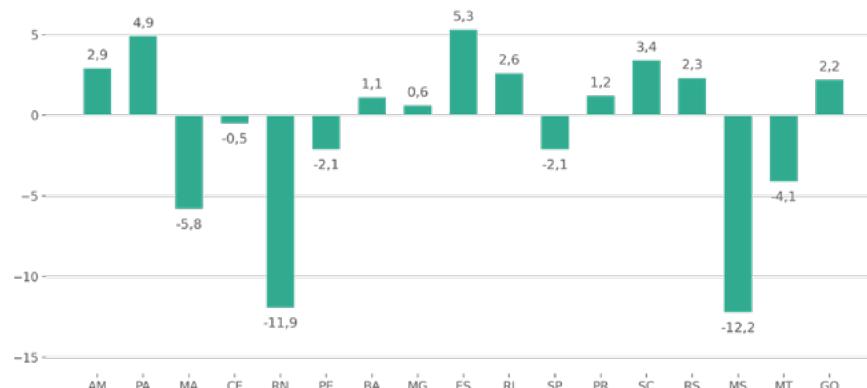


Fonte: Pesquisa Industrial Mensal do IBGE, Produção Física Regional, outubro de 2025. Elaboração dos autores, 2025.

No acumulado dos últimos doze meses até outubro de 2025, a produção industrial do país cresceu 0,9%, mantendo-se em terreno positivo, embora siga perdendo fôlego em relação aos meses anteriores. No recorte regional, onze dos locais pesquisados apresentaram variações positivas no período, ainda que, em doze deles, tenha havido desaceleração em relação aos resultados observados em setembro.

Os avanços mais expressivos foram registrados no Espírito Santo (de 4,0% em setembro para 5,3% em outubro), Rio de Janeiro (de 1,3% para 2,6%), Goiás (de 1,3% para 2,2%) e Amazonas (de 2,0% para 2,9%). No caso de Goiás, o crescimento foi sustentado principalmente pelos subsetores de produtos químicos, alimentos e veículos automotores. No Amazonas, destacaram-se os segmentos de produtos químicos, seguidos por outros equipamentos de transporte e máquinas e equipamentos. Outros estados também registraram taxas positivas de crescimento da produção industrial, porém, em desaceleração em relação ao mês anterior. Os principais exemplos dentro desse grupo foram o Pará (redução de 6,5% para 4,9%), Paraná (de 2,5% para 1,2%) e Santa Catarina (de 4,4% para 3,4%).

**Gráfico 5 – Produção Física por Unidade Federativa ( $\Delta\%$ ) – acumulado em 12 Meses – out./2025**



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

passou a operar 20,1% acima do patamar de fevereiro de 2020, período pré-pandemia, renovando em outubro de 2025 o recorde da série histórica.

Em termos regionais, quinze das vinte e sete unidades da federação registraram crescimento no volume de serviços em outubro contra setembro de 2025, na série com ajuste sazonal. As maiores taxas de expansão se verificaram no Acre (10,0%), Piauí (7,3%), Mato Grosso do Sul (6,3%) e Amazonas (5,0%). No que diz respeito à contribuição para o crescimento agregado de 0,3% – considerando, portanto, o peso relativo do setor de serviço da UF no país –, os principais destaques foram os estados do Rio de Janeiro (2,0%) e Paraná (2,5%), seguidos por Espírito Santo (4,6%), Mato Grosso do Sul (6,3%) e Santa Catarina (1,1%).

## Serviços – Pesquisa Mensal de Serviços (PMS)

Em outubro de 2025, o volume de serviços<sup>4</sup> no Brasil cresceu 0,3% em relação ao mês imediatamente anterior (série com ajuste sazonal), configurando o nono resultado positivo consecutivo e um ganho acumulado de 3,7% no período. Com esse desempenho, o setor

4 Volume aqui se refere ao indicador que mede a variação real da receita das empresas do setor de serviços, descontados os efeitos da variação de preços. Mais especificamente, segundo a metodologia da PMS do IBGE, o índice de volume de serviços é calculado a partir da deflação dos valores nominais correntes por índices de preços específicos para cada grupamento de atividade, e para cada UF, construídos a partir dos relativos de preços do IPCA. Na construção dos índices de preços das UFs não cobertas pelo IPCA, são utilizados os relativos de preços da área geográfica mais apropriada, e, para as atividades não contempladas por índices específicos, o IPCA Serviços.

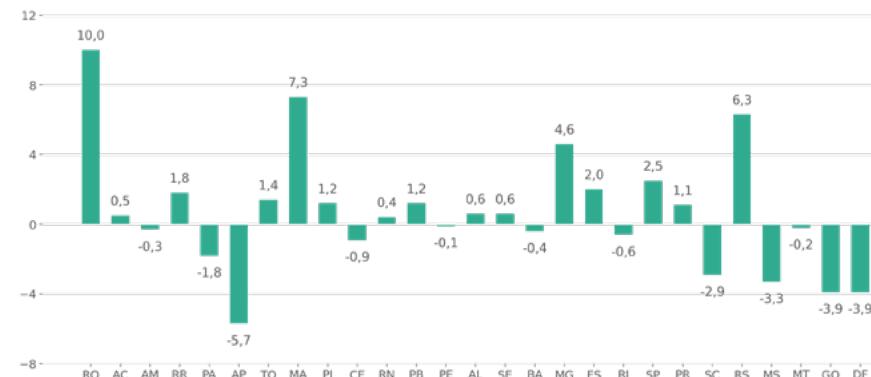
**Tabela 6 – Indicadores Conjunturais de Serviços – volume por UF – out./2025**

UF	Outubro 2025 – Variação %		
	Mês/mês anterior (desazonalizado)	Acumulado no ano/acumulado no mesmo período do ano anterior	Acumulado 12 meses/acumulado 12 meses anteriores
<b>Brasil</b>	<b>0,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>
RO	0,0	3,8	3,6
AC	10,0	-3,4	-2,3
AM	5,0	0	2,4
RR	-0,3	0,3	1,9
PA	1,8	0,7	0,8
AP	-1,8	2,8	5,5
TO	-5,7	4,2	3,9
MA	1,4	3,2	3,5
PI	7,3	-2,2	-2,2
CE	1,2	3,1	2,6
RN	-0,9	3,8	5,2
PB	0,4	5,4	5,6
PE	1,2	-0,1	0,9
AL	-0,1	2,3	3,2

SE	0,6	4,8	5,2
BA	0,6	-1,1	-0,9
MG	-0,4	0,1	0,5
ES	4,6	0,9	1,8
RJ	2,0	1,4	1,8
SP	-0,6	4,4	4,2
PR	2,5	2,4	2,3
SC	1,1	3,7	4,0
RS	-2,9	-4,3	-4,8
MS	6,3	5,6	3,3
MT	-3,3	3,3	-0,1
GO	-0,2	2,7	2,3
DF	-3,9	7,8	8,1

Fonte: Pesquisa Mensal de Serviços do IBGE, volume segundo UF, outubro de 2025. Elaboração dos autores, 2025.

**Gráfico 6 – Variação do Volume de Serviços ( $\Delta\%$ ) por UF – mês/mês anterior\* – out./2025**

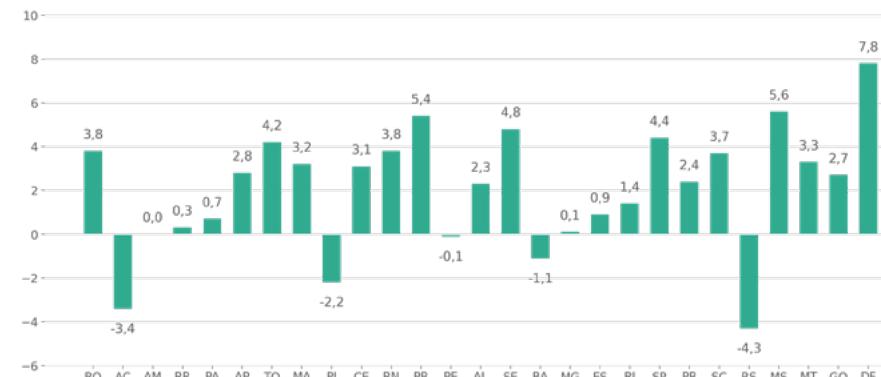


Fonte: Pesquisa Mensal de Serviços do IBGE, Volume Segundo Unidades da Federação, Outubro de 2025. Elaboração dos autores, 2025.

\*Série livre de efeitos sazonais.

No acumulado de janeiro a outubro de 2025, o volume de serviços no Brasil avançou 2,8%, com crescimento disseminado entre as UF: vinte e uma das vinte e sete delas registraram expansão da receita real de serviços. O principal impacto positivo veio do estado de São Paulo (4,4%), seguido pelo Distrito Federal (7,8%), Rio de Janeiro (1,4%), Santa Catarina (3,7%) e Paraná (2,4%).

**Gráfico 7 – Volume de Serviços ( $\Delta\%$ ) por UF – acumulado no ano – out./2025**



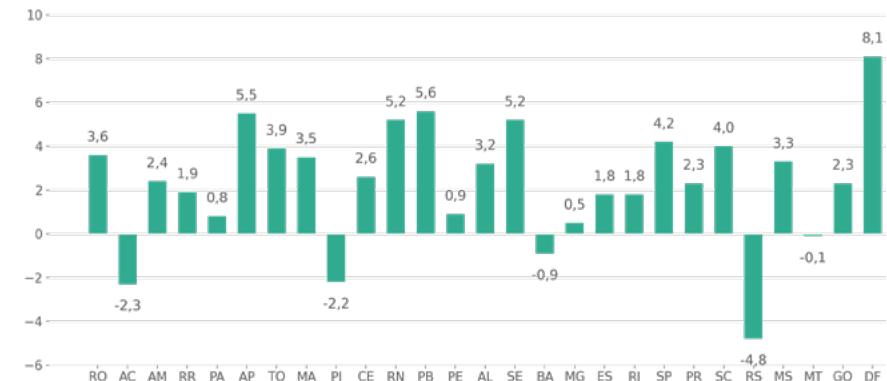
Fonte: Pesquisa Mensal de Serviços do IBGE, volume segundo unidades da federação, outubro de 2025. Elaboração dos autores, 2025.

No acumulado dos últimos doze meses (contra os doze meses imediatamente anteriores), o setor avançou 2,8% em outubro de 2025, sinalizando desaceleração do ritmo de crescimento em comparação ao resultado de setembro, quando havia registrado alta de 3,1%. Os principais destaques regionais por trás dessa expansão foram São Paulo (4,2%); Distrito Federal (8,1%); Rio de Janeiro (1,8%); Santa Catarina (4,0%); Paraná (2,3%); Goiás (2,3%); Espírito Santo (1,8%); e Ceará (2,6%).

A expansão em São Paulo se explica pelos desempenhos positivos dos segmentos “serviços de informação e comunicação” (9,0%) e “serviços profissionais, administrativos e complementares” (5,5%). No

Distrito Federal, por “serviços de informação e comunicação” (12,6%) e “serviços profissionais, administrativos e complementares” (11,9%); no Rio de Janeiro, “transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio” (11,2%) e “serviços prestados às famílias” (1,8%); em Santa Catarina, “serviços de informação e comunicação” (5,0%), “serviços prestados às famílias” (5,0%) e “serviços profissionais, administrativos e complementares” (4,5%); no Paraná, pela performance dos ramos de “serviços prestados às famílias” (4,9%) e “serviços profissionais, administrativos e complementares” (2,9%); em Goiás, pela expansão observada em “serviços de informação e comunicação” (4,2%), “serviços prestados às famílias” (3,7%) e “transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio” (3,6%); no Espírito Santo, como decorrência do desempenho de “serviços prestados às famílias” (12,8%) e “transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio” (3,2%); e, no Ceará, pelas variações positivas em “outros serviços” (12,7%), “transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio” (7,1%) e “serviços prestados às famílias” (3,9%).

**Gráfico 8 – Volume de Serviços (Δ%) por UF – acumulado em 12 meses – out./2025**



Fonte: Pesquisa Mensal de Serviços do IBGE, volume segundo unidades da federação, outubro de 2025. Elaboração dos autores, 2025.



## Agregado Especial de Atividades Turísticas

Em outubro de 2025, o índice de atividades turísticas registrou crescimento de 0,8% em relação ao mês imediatamente anterior, configurando o terceiro resultado positivo consecutivo e acumulando avanço de 2,1% nesse período. Com esse desempenho, o nível de atividade do turismo situou-se 12,7% acima do patamar observado em fevereiro de 2020. No recorte regional, 13 dos 17 locais pesquisados acompanharam a expansão da atividade turística nacional (0,8%), com as principais contribuições positivas vindo do Rio de Janeiro (3,1%), seguido por Rio Grande do Sul (4,5%), Paraná (2,4%) e Santa Catarina (3,5%).

No acumulado de janeiro a outubro de 2025, a expansão agregada foi de 5,3% em relação a igual período do ano anterior, sustentada, principalmente, pelos aumentos de receita observados nos ramos de transporte aéreo de passageiros, serviços de bufê, serviços de reservas associados à hospedagem, hotéis e restaurantes. No âmbito regional, 15 dos 17 locais pesquisados registraram taxas positivas, destacando-se os resultados de São Paulo (4,9%) e Rio de Janeiro (10,6%), seguidos por Rio Grande do Sul (12,7%), Bahia (7,4%) e Paraná (5,6%).

## Comércio – Pesquisa Mensal de Comércio (PMC)

O volume de vendas do comércio varejista nacional avançou 0,5% em outubro de 2025 (série dessazonalizada), após a variação de -0,2% observada em setembro, configurando o segundo resultado não negativo nos últimos sete meses. Esse resultado refletiu as variações positivas ocorridas em dezenove das vinte e sete unidades da federação, com destaque para o Espírito Santo (2,7%), Rondônia (2,6%) e Distrito Federal (2,5%).

No conceito de comércio varejista ampliado – que abrange, além do varejo restrito, as transações de “veículos, motos, partes e peças”, “material de construção” e “atacado especializado em produtos alimentícios, bebidas e fumo” –, o volume de vendas agregado registrou alta de 1,1% em outubro de 2025, em comparação com o mês imediatamente anterior (série com ajuste sazonal), após ter avançado somente 0,2% em setembro do mesmo ano. Em termos regionais, dezoito das vinte e sete unidades da federação registraram crescimento. Os destaques positivos nesse quesito foram o Amapá (2,8%), Pernambuco (2,3%) e Distrito Federal (2,2%).

**Tabela 7 – Indicadores do volume de vendas do comércio varejista e comércio varejista ampliado por UF – out./2025**

Unidades Federativas	Outubro 2025 – Variação (%)					
	Mês/Mês Anterior		Acumulado Ano		Acumulado 12 Meses	
	Varejo	Varejo Ampliado	Varejo	Varejo Ampliado	Varejo	Varejo Ampliado
<b>Brasil</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,7</b>	<b>0</b>
RO	2,6	-0,4	2,7	2,6	2,2	2,3
AC	0,2	1,6	2,2	2	2,7	2,6
AM	-1	-0,5	1,1	1,5	1,6	2,4
RR	0,1	0,8	-2,9	0,8	-0,9	1,2
PA	1,2	0,8	0,4	2,1	0,8	2,2
AP	1,9	2,8	7,7	7	7,5	7,6
TO	1,2	-0,7	-2,8	5	-1,5	4,2
MA	-1	1,2	1,6	-1,6	1,3	-1
PI	1,2	0,4	0,5	0,2	1,4	1,5
CE	0,4	0,9	3,2	4,4	3,6	4,5
RN	0,2	0,8	4,1	2,4	3,9	2,6
PB	-0,6	0,3	5,1	5	5,6	5,7
PE	1	2,3	1,8	0,8	2,2	1

AL	0,1	-1,4	3,7	0,7	4,3	1,6
SE	0,9	1,6	1	-0,3	1,6	0,2
BA	-0,6	-0,2	1,6	-0,9	2,1	-0,5
MG	0,1	-0,3	1,6	0	1,7	-0,1
ES	2,7	1,9	3,6	1,8	3,7	1,7
RJ	0,9	1,3	-2	-1,2	-1,7	-1,1
SP	1,1	2	0,5	-3,1	0,8	-2,9
PR	-0,3	0,4	2,4	0,7	2,4	0,9
SC	0	1,4	5,8	2,8	5,3	3
RS	-1,2	-2,6	2,8	2	3,8	3,6
MS	1,8	-0,6	0	0,9	0,1	0,5
MT	-1,8	2	3,1	5,3	2,6	4,9
GO	1	-0,1	1	-1,7	1,4	-1,4
DF	2,5	2,2	3,8	0,1	3,9	0,6

Fonte: Pesquisa Mensal de Comércio do IBGE, volume segundo unidades da federação, outubro de 2025. Elaboração dos autores, 2025.

No acumulado do ano, as maiores expansões no volume de venda do comércio varejista se deram no Amapá (7,7%), Santa Catarina (5,8%), Paraíba (5,1%) e Rio Grande do Norte (4,1%). Outras unidades da federação que apresentaram taxas de variação positivas significativas frente a setembro de 2025 (comércio varejista) foram o Distrito Federal (3,8%), Alagoas (3,7%), Espírito Santo (3,6%), Mato

Grosso (3,1%), Ceará (2,8%), Rio Grande do Sul (2,8%), Rondônia (2,7%), Paraná (2,4%) e Acre (2,2%).

No caso do volume de vendas no comércio varejista ampliado, ainda considerando o indicador do acumulado do ano, os principais destaque foram o Amapá (7,0%), Mato Grosso (5,3%), Paraíba (5,0%), Tocantins (5,0%) e Ceará (4,4%). Santa Catarina (2,8%), Rondônia (2,6%), Rio Grande Norte (2,4%), Pará (2,1%), Acre (2,0%) e Rio Grande do Sul (2,0%) também apresentaram taxas de crescimentos significativas.

No critério do acumulado dos últimos doze meses (taxa anualizada), o crescimento agregado de 1,7% no volume de vendas no comércio varejista refletiu o bom desempenho em diversas unidades da federação. Os principais destaques se observaram no Amapá (7,5%); em Santa Catarina (5,3%); em Alagoas (4,3%); no Distrito Federal (3,9%); no Rio Grande do Norte (3,9%); e, no Rio grande do Sul (3,8%).

Diversos outros estados também apresentaram crescimento significativo no comércio varejista: Espírito Santo (3,7%), Ceará (3,6%), Acre (2,7%), Mato Grosso (2,6%), Paraná (2,4%), Pernambuco (2,2%), Rondônia (2,2%) e Bahia (2,1%).

**Gráfico 9 – Volume de Vendas no Comércio Varejista ( $\Delta\%$ ) por UF – acumulado em 12 meses – out./2025**

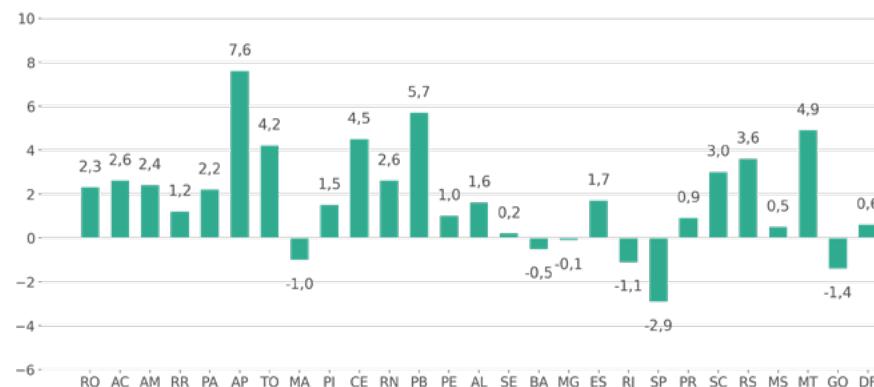


Fonte: Pesquisa Mensal de Comércio do IBGE, volume segundo unidades da federação, outubro de 2025. elaboração dos autores, 2025.

Quando consideramos o volume de vendas no comércio varejista ampliado, apesar da estagnação em termos nacionais (0,0%), alguns estados apresentaram taxas expressivas de crescimento. As maiores delas foram observadas – assim como no comércio varejista – no Amapá (7,6%) e na Paraíba (5,7%). Em seguida – diferindo do caso anterior –, sobressaíram-se Mato Grosso (4,9%), Ceará (4,5%) e Tocantins (4,2%). No Ceará, “atacado especializado em produtos alimentícios, bebidas e fumo” e “material de construção”.

Alguns outros estados que também apresentaram variações positivas relevantes foram: Rio Grande do Sul (3,6%); Santa Catarina (3,0%); Rio Grande do Norte (2,6%); Acre (2,6%); Amazonas (2,4%); Rondônia (2,3%); e Pará (2,2%).

**Gráfico 10 – Volume de Vendas no Comércio Varejista Ampliado  
(Δ%) por UF – acumulado em 12 meses – out./2025**

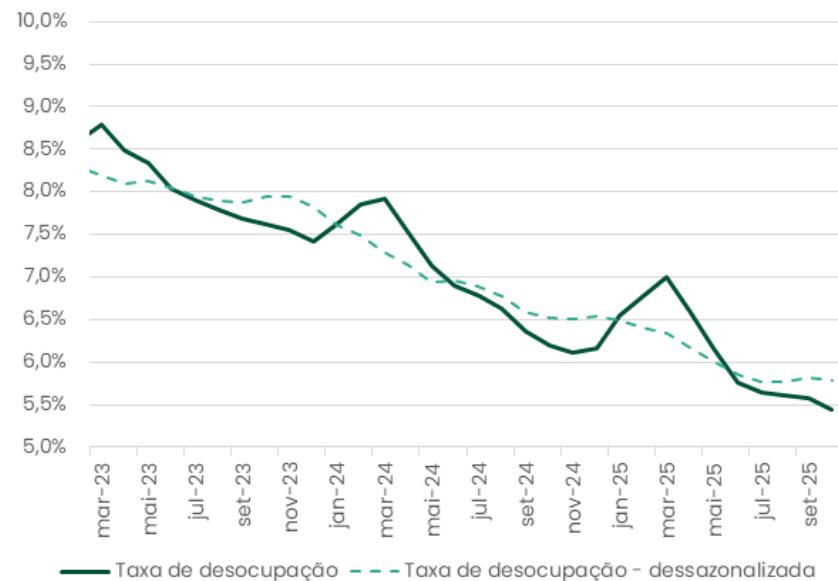


Fonte: Pesquisa Mensal de Comércio do IBGE, volume segundo unidades da federação, outubro de 2025. Elaboração dos autores, 2025.

# MERCADO DE TRABALHO

Desde 2023, a taxa de desocupação apresenta uma clara e persistente tendência de queda. Em outubro de 2025, um novo marco foi estabelecido, quando se registrou a taxa de desocupação de 5,45% como o novo mínimo histórico da série. Entretanto, ao extraímos da série seu componente sazonal, podemos observar que, nesse último trimestre, a tendência apresenta sinais de estabilidade em torno de 5,8%, sugerindo uma possível suspensão desse longo ciclo de queda.

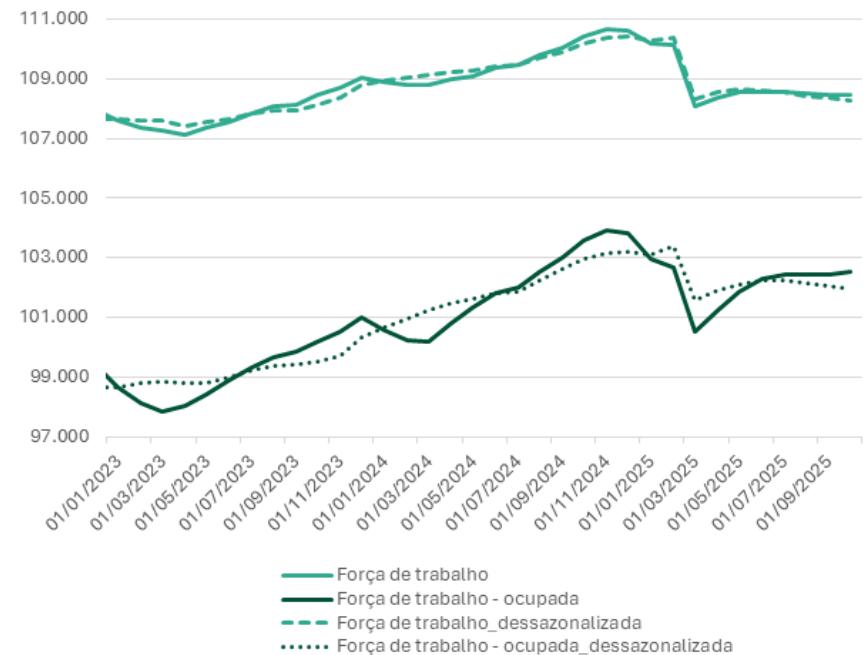
Gráfico 11 – Taxa de desocupação



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

No mesmo período, observa-se a interrupção do que parecia ser uma recuperação do ritmo de crescimento da força de trabalho, que passa a apresentar uma leve e ainda pouco significativa tendência de queda. É o movimento da parcela ocupada da força de trabalho, portanto, que explica o movimento da taxa de ocupação: continuou crescendo no último trimestre, mas já apresentando indícios de reversão da trajetória.

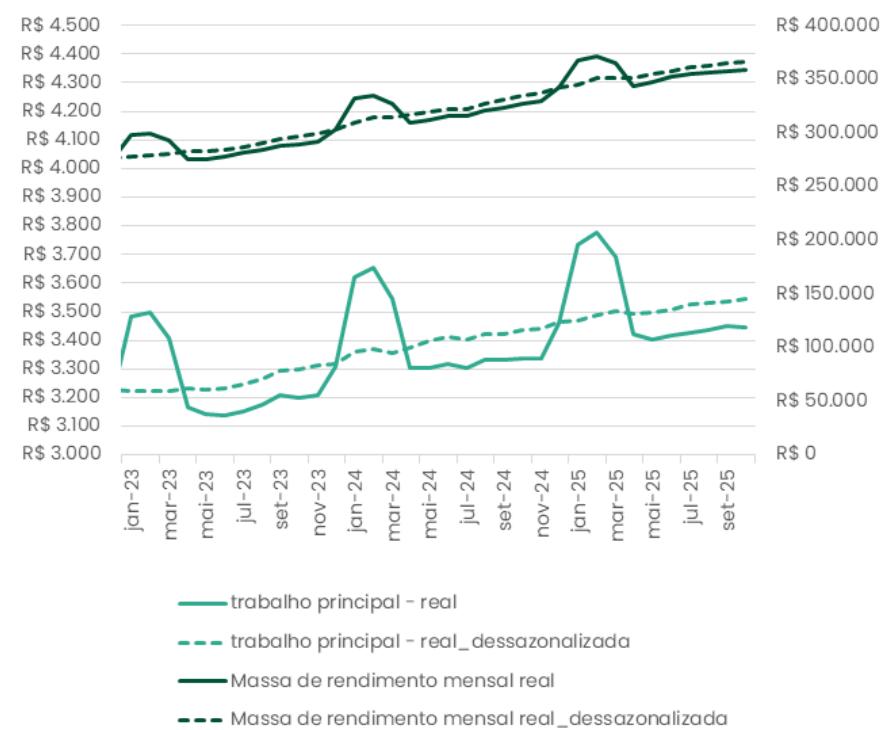
**Gráfico 12 – Força de trabalho e ocupação**



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

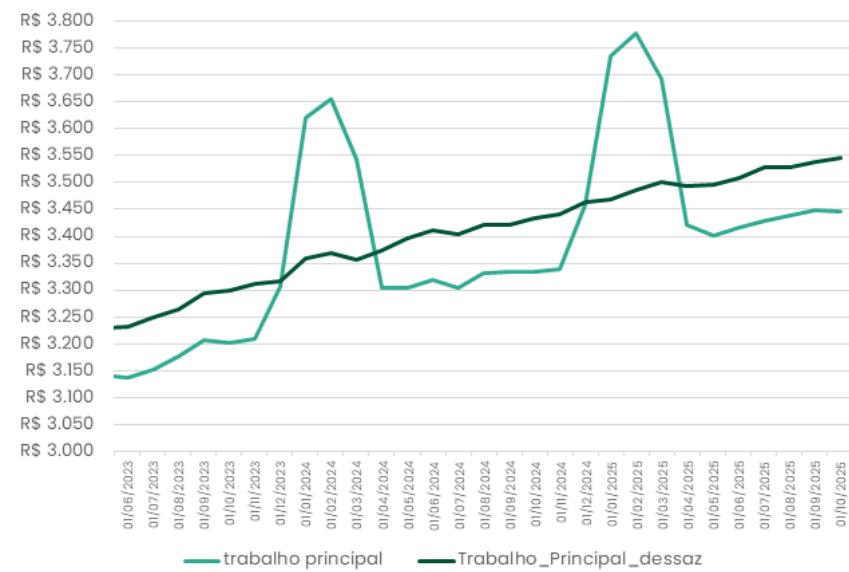
Por sua vez, tanto a massa salarial quanto o rendimento médio do trabalho permanecem crescendo a um ritmo coerente com o estado ainda aquecido do mercado de trabalho. De outubro de 2024 a outubro de 2025, a massa salarial cresceu 9,7% em termos reais, enquanto o rendimento médio real no trabalho principal cresceu 3,3%. Como podemos observar no gráfico 13, não parece haver nenhum movimento de reversão na tendência de crescimento dessas variáveis.

**Gráfico 13 – Massa de rendimentos e rendimento médio no trabalho principal**



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

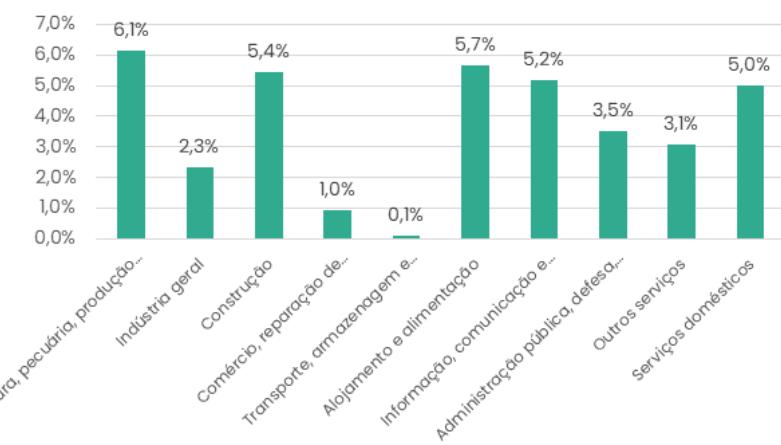
**Gráfico 14 – Rendimento médio real no trabalho principal**



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

Seguindo o movimento já observado no primeiro semestre do ano, o setor primário<sup>5</sup> segue puxando os rendimentos médios do trabalho com um crescimento real de 6,1% em 12 meses. Logo em seguida, temos os setores de alojamento e alimentação (5,7%), construção (5,4%), informação (5,2%) e serviços domésticos (5%).

**Gráfico 15 – Variação dos rendimentos reais habitualmente recebidos em 12 meses**

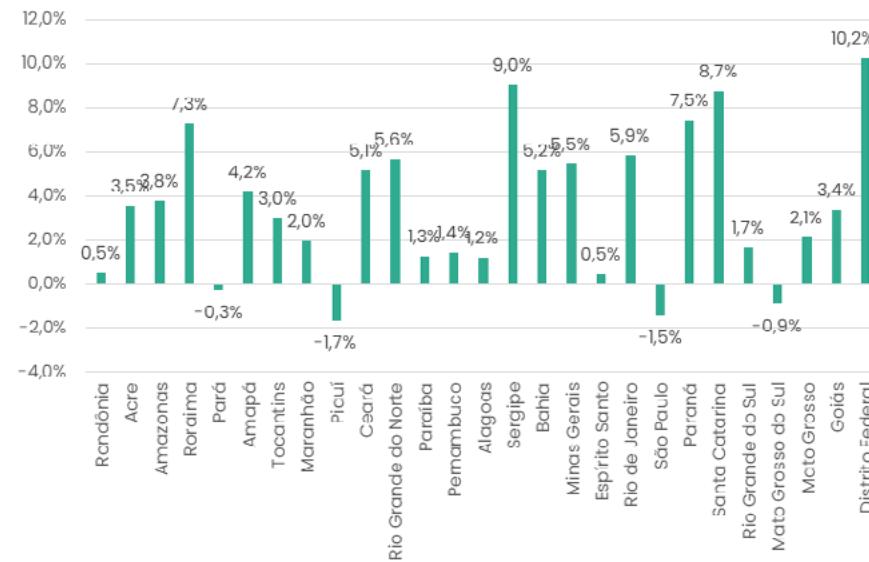


Fonte: IBGE, PNAD Continua, s./d. Elaboração dos autores, 2025.

No que diz respeito à distribuição geográfica, o Distrito Federal foi o único a observar um crescimento superior a 10%, seguido por Sergipe (9%) e Santa Catarina (8,7%). Os estados com desempenho aquém da média nacional, com salários reais estagnados ou com leve retração foram Rondônia, Pará, Piauí, Espírito Santo, São Paulo e Mato Grosso.

5 Os dados são da PNAD Contínua, que captura tanto o segmento formal quanto o informal do mercado de trabalho.

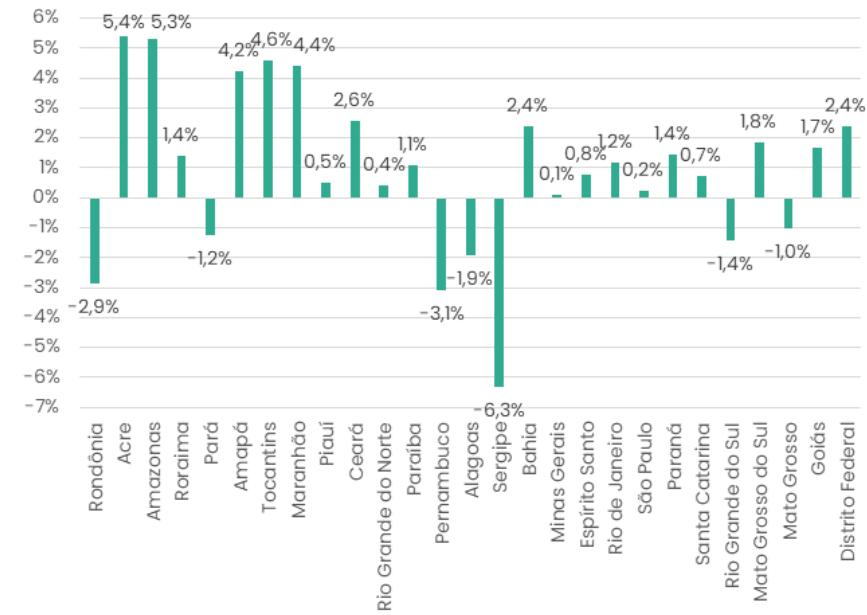
**Gráfico 16 – Variação do rendimento real médio jan.-out. 2025**



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

Já no que diz respeito aos níveis de ocupação (gráfico 17), o Norte e o litoral Norte reúnem todos os estados que observaram maior crescimento desde o último trimestre de 2024: Acre, Amazonas, Amapá, Tocantins e Maranhão. Já Ceará, Bahia e DF apresentaram variação positiva acima de 2% e, do lado oposto, estão Sergipe, Pernambuco e Rondônia, todos com queda acima de 2%. Os demais estados não apresentaram movimentos significativos em seus respectivos níveis de ocupação, considerando que a variação acumulada no período se situou entre -1,9% 1,8%.

**Gráfico 17 – Variação no nível de ocupação jan.-out. 2025**



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

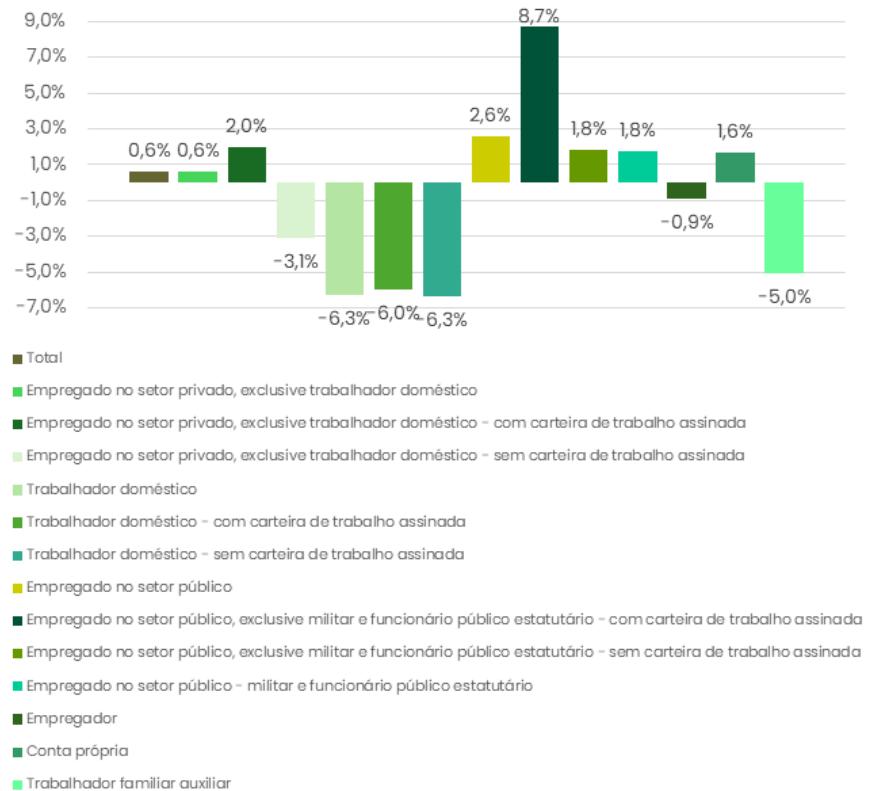
Com relação à posição dos trabalhadores na ocupação, no período em tela (janeiro a outubro de 2025), os empregados no setor público lideram o crescimento dos rendimentos habitualmente recebidos com ganho real, no período, de 2,6%, conforme mostram os dados do gráfico 18. Dentre os empregados do setor, os empregados com carteira assinada (excluídos os militares) permanecem, com grande folga, como os com maiores ganhos reais, liderando o crescimento real dos rendimentos com 8,7%. Em seguida, temos os empregados

no setor público sem carteira assinada (estatutários) e os militares, ambos com 1,8% de aumento real em 2025.

Os segmentos menos formalizados, à exceção dos trabalhadores por conta própria, apresentaram o pior desempenho em todas as categorias: enquanto os empregados no setor privado com carteira assinada tiveram ganho real de 2%, entre janeiro e outubro de 2025, os sem carteira assinada, no mesmo segmento, acumularam perda real de 3,1%. Todas as categorias de emprego doméstico, com ou sem carteira assinada, acumularam perdas reais de 5% a 6,3%.

Finalmente, os trabalhadores por conta própria apresentaram um modesto crescimento real de 1,6% em 2025, o que deve ser levado em consideração com cautela, tendo em vista ser um segmento que responde fortemente à demanda por serviços. Nesse sentido, a variação na remuneração média do trabalhador por conta própria corresponde parcialmente à variação da quantidade de horas de serviço prestada.

**Gráfico 18 – Variação real dos rendimentos por posição na ocupação, jan.-out. 2025**

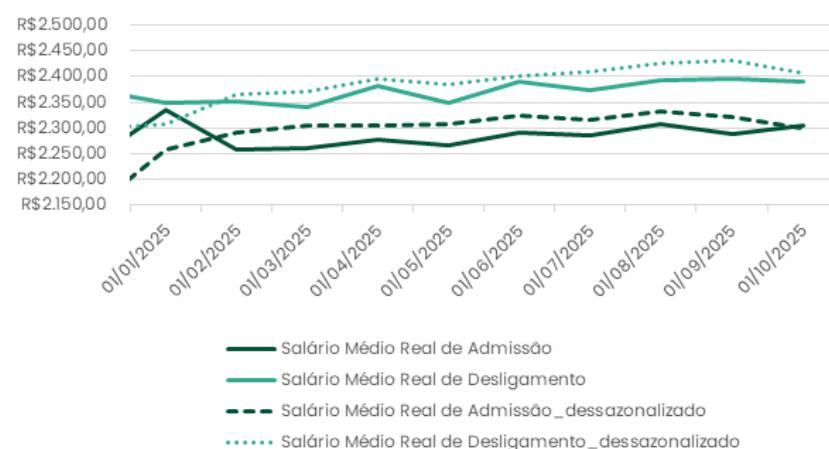


Fonte: IBGE, PNAD Continua, s./d. Elaboração dos autores, 2025.

Se considerarmos apenas o setor formal, a relativa estabilidade dos salários reais médios de admissão e de desligamento observada no meio do ano parece indicar o início de uma reversão da trajetória de desaceleração, ainda que esses indicadores permaneçam em

patamares reais superiores aos registrados ao final do ano anterior. A série dos salários reais médios de admissão já apresenta uma pequena inflexão desde setembro, enquanto a reversão observada nos salários reais médios de desligamento, embora mais recente, mostrou-se mais acentuada.

**Gráfico 19 – Salário médio real de admissão e de desligamento**

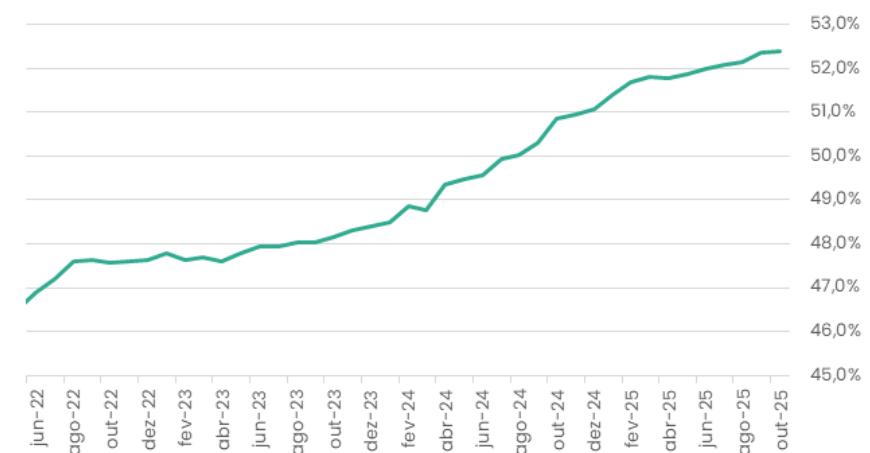


Fonte: Novo Caged. Elaboração dos autores, 2025.

Esse movimento dos salários médios de admissão e de desligamento no mercado de trabalho formal, embora ainda incipiente, ocorre em um contexto em que a taxa de ocupação se encontra no patamar mais baixo de toda a série histórica. Como visto, a força de trabalho ocupada apresenta trajetória estagnada, o que, mantida a demanda por trabalho, tende a intensificar a competição

entre empregadores pela mão de obra disponível, ampliando a pressão em favor do crescimento real dos salários nos próximos meses. Atuando na mesma direção, observa-se, nos últimos anos, um aumento persistente da taxa de rotatividade no emprego, que supera 52% em doze meses até outubro de 2025, sinalizando maior dinamismo nas transições ocupacionais e reforçando os mecanismos de pressão salarial.

**Gráfico 20 – Taxa de rotatividade no emprego em 12 meses**

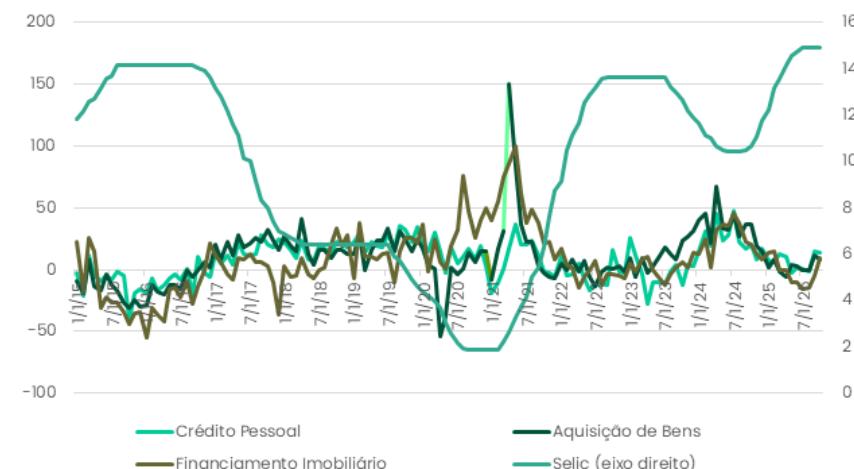


Fonte: Novo Caged. Elaboração dos autores, 2025.

# CRÉDITO

A seção de crédito deste update volta a se concentrar nas três modalidades em que a relação com a taxa Selic já se mostrou mais sistemática e relativamente autônoma em relação à renda: crédito pessoal total, aquisição de bens total e financiamento imobiliário<sup>6</sup>. O gráfico 21 compara o crescimento real de novas concessões dessas categorias, em termos interanuais, com a Selic acumulada no mês e anualizada, permitindo acompanhar como o aperto monetário dos últimos anos se transmite para o fluxo de crédito.

Gráfico 21 – Crescimento do crédito vs. Selic



Fonte: BCB, 2025.

Em 2025, todas as três modalidades mantêm um ritmo de expansão bem mais moderado do que em 2024, sinalizando continuidade do processo de desaceleração observado ao longo do ciclo de alta da Selic. Os dados mais recentes, porém, sugerem alguma inflexão: em setembro e outubro há uma leve recuperação do crescimento das concessões, ainda distante dos patamares do ano anterior.

Esse movimento de acomodação parcial do crédito em um contexto em que a Selic permanece em nível elevado não é inédito. O próprio gráfico 21 mostra que, em outros episódios de ciclo de aperto já

<sup>6</sup> Para além de resultados apresentados em relatórios anteriores, Goes et al. (2025) apresentam um detalhado trabalho empírico que confirma o efeito negativo e estatisticamente significativo que um aumento da taxa Selic tem sobre o crescimento destas mesmas três categorias de crédito.

produziu episódios de retomada gradual das concessões antes de uma queda mais expressiva dos juros básicos.

A incorporação das observações mais recentes nas estimativas formais de correlação e elasticidade não altera, contudo, o resultado agregado: a Selic acumulada no mês e anualizada mantém efeito negativo sobre o crescimento anual das três categorias analisadas. As correlações seguem negativas e as elasticidades estimadas, tanto por Mínimos Quadrados Ordinários quanto por Máxima Verossimilhança com uso de filtros de Kalman, apontam que aumentos na taxa básica de juros se associam a quedas proporcionalmente maiores no crédito, sobretudo no financiamento imobiliário.

**Tabela 8 – Relação entre a taxa Selic e as diferentes categorias de demanda autônoma financiadas por crédito**

Categoria de crédito	Correlação	Elasticidade (OLS)*	Elasticidade (MLE)**
Crédito Pessoal	-0,4616835	-1,8094	-2,528508
Aquisição de bens	-0,2924003	-1,6800	-3,17684
Financiamento Imobiliário	-0,650127	-4,2759	-5,739116

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

\*\* 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).

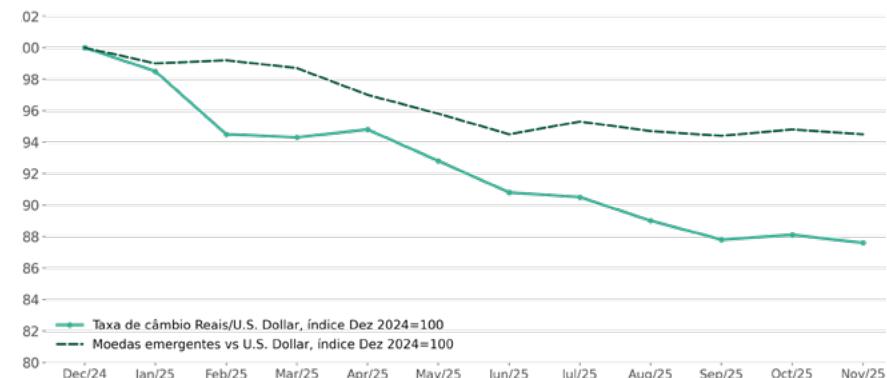
A evolução recente sugere, portanto, que será importante acompanhar de perto o comportamento do crédito nos próximos meses, especialmente nessas três modalidades mais sensíveis à Selic. Eventuais sinais de consolidação da retomada, ou de nova desaceleração, serão cruciais para avaliar a força do canal de transmissão da política monetária e os riscos que o atual patamar de juros ainda representa para a dinâmica da demanda financiada por crédito.

# EVOLUÇÃO DO CÂMBIO E DAS CONTAS EXTERNAS NO BRASIL: 2º SEMESTRE DE 2025

Pouco mudou no quadro agregado do setor externo desde nossa última publicação: a economia brasileira segue combinando uma conta corrente estruturalmente deficitária com um financiamento externo relativamente folgado, em um contexto de reservas internacionais confortáveis, de alta no diferencial de juros e de valorização do real entre janeiro e novembro de 2025. O ponto analítico central, portanto, não é a existência do déficit, mas a sua mecânica de financiamento. Isto é, quais instrumentos e quais tipos de passivos têm sustentado o balanço de pagamentos e o que isso implica para custos futuros (renda primária) e riscos de reversão.

Como mostra o gráfico 22, o real se valorizou de forma significativa entre janeiro e novembro de 2025. O índice do câmbio bilateral (R\$/US\$) caiu de 100 em dez./24 para cerca de 88 em nov./25, indicando apreciação acumulada em torno de 12% no período. Em comparação, o índice de moedas emergentes frente ao dólar recua bem menos (algo como 5 – 6%), sugerindo que o real não apenas acompanhou o dólar globalmente mais fraco, mas também teve desempenho relativo superior em 2025.

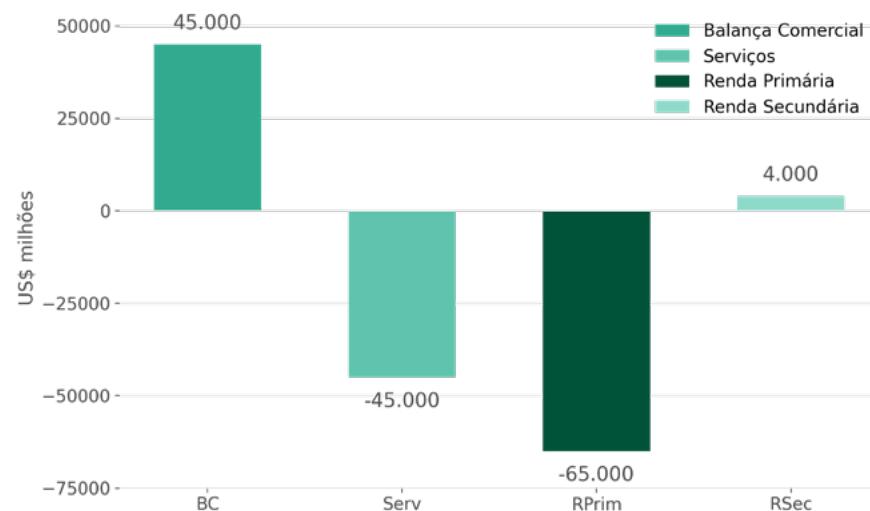
Gráfico 22 – Taxa de câmbio



Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis no FED St. Louis.

No acumulado de janeiro a outubro, a balança comercial (gráfico 23) gerou um superávit expressivo de US\$ 45,6 bilhões, praticamente espelhado pelo déficit em serviços, de US\$ 44,7 bilhões, de modo que o eixo bens-serviços, tomado em conjunto, ficou próximo do equilíbrio. O déficit em conta corrente, portanto, decorre sobretudo da renda primária (-US\$ 67,1 bilhões) associado às remessas de lucro e dividendos e ao pagamento líquido de juros ao exterior. A renda secundária adiciona apenas um alívio marginal, com superávit de US\$ 4,1 bilhões, resultando em um saldo de déficit de US\$ 62,1 bilhões em transações correntes no período.

**Gráfico 23 – Transações correntes por subconta (acumulado jan.–out./2025, US\$ milhões)**

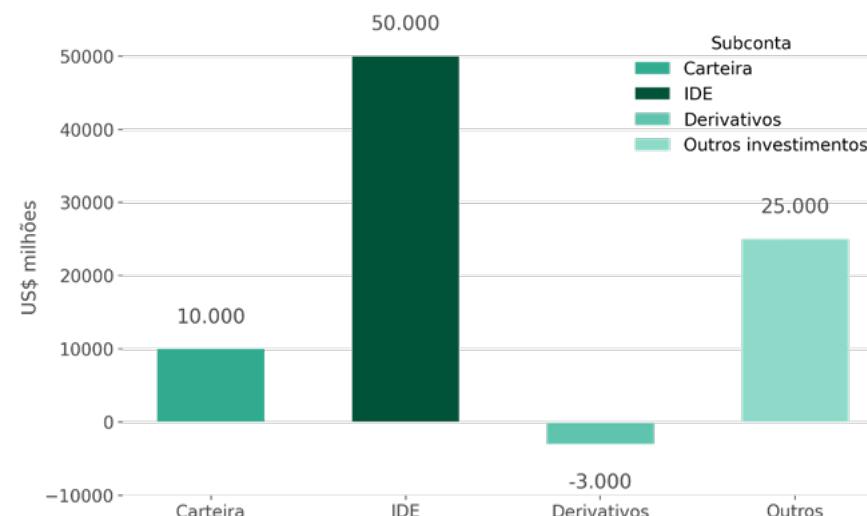


Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis no Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central do Brasil (BCB).

Contudo, o Brasil não apresentou problemas de financiamento externo. A conta financeira acumulou entradas líquidas suficientes para cobrir o déficit de transações correntes entre janeiro e outubro, ao mesmo tempo em que as reservas internacionais aumentaram cerca de US\$ 10 bilhões no período, o que significa que o país não só financiou seu desequilíbrio externo como ainda acumulou ativos em dólar. Quando se abre a conta financeira por rubrica líquida, observa-se que o financiamento foi puxado por investimento direto, com cerca de US\$ 50 bilhões de ingressos líquidos, e por outros investimentos, na casa de US\$ 25 bilhões, enquanto a conta de investimentos em carteira contribuiu de forma mais modesta, com algo próximo a US\$ 10 bilhões, e derivativos tiveram ligeira saída líquida.

**US\$ 50 bilhões  
de ingressos líquidos**

**Gráfico 24 – Conta financeira por subconta, excluídas as reservas  
(acumulado jan.–out./2025, US\$ milhões)**



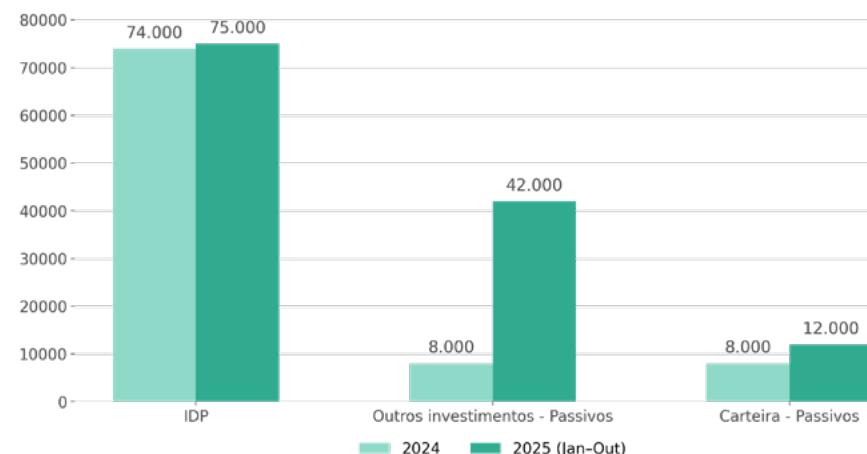
Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis no Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central do Brasil (BCB)

Para compreender a estrutura de financiamento do balanço de pagamentos brasileiro no período analisado, este boletim concentra-se no lado do passivo da conta financeira por duas razões principais. A primeira é de natureza conceitual: ao discutir vulnerabilidade externa e os mecanismos de transmissão da taxa de juros para o balanço de pagamentos, o aspecto central é a forma como o país se financia junto ao resto do mundo. A segunda é de natureza empírica: no período recente, as principais mudanças na dinâmica externa brasileira ocorreram justamente na composição e no custo

dos passivos externos, tornando esse lado da conta financeira mais informativo para a avaliação de riscos. Embora o lado ativo seja relevante para a posição internacional de investimento, sua análise extrapola o escopo deste boletim, que se dedica aos riscos associados ao volume, à composição e à sensibilidade dos passivos externos às condições financeiras internacionais.

Sob a ótica dos passivos, a comparação entre 2024 e o acumulado–out/2025 (gráfico 25) sugere que a principal mudança no padrão de financiamento não está no investimento direto, que permanece elevado e relativamente estável, mas sim no aumento dos instrumentos mais sensíveis ao ciclo financeiro.

**Gráfico 25 – Fluxo Financeiros – Passivos líquidos em 2024 e 2025 (YTD)**



Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis no Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central do Brasil (BCB)

Em relação ao **Investimento Direto no País (IDP)**, a predominância se dá na participação no capital, enquanto as operações intercompa-  
nhia têm papel secundário. Já nos passivos da conta de carteira, o  
ingresso líquido segue concentrado em títulos de dívida, embora em  
montante menor do que em 2024 (US\$ 14,7 bi até outubro de 2025  
*versus* US\$ 25,7 bi em 2024). Em contraste, ações e fundos deixam de  
register saídas líquidas expressivas (observadas em 2024) e pas-  
sam a ter contribuição menos negativa e próxima de zero em 2025  
nos dados até outubro (gráfico 26).

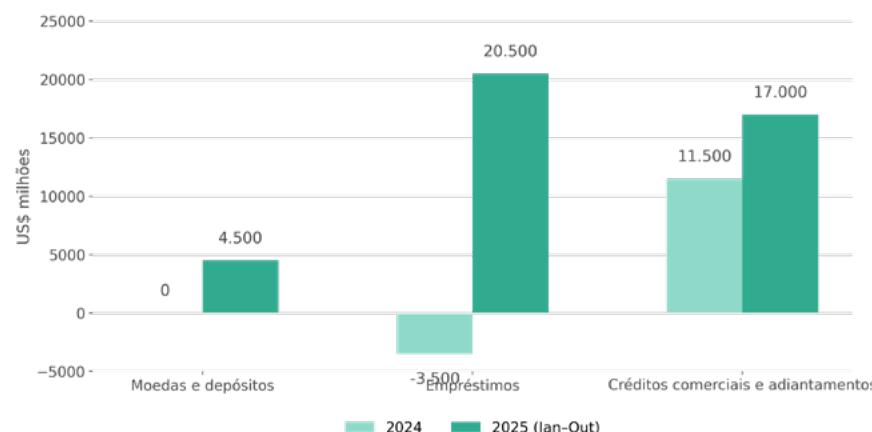
**Gráfico 26 – Investimento em Carteira Desagregado – Passivos líquidos em 2024 e 2025 (YTD)**



Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis no Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central do Brasil (BCB)

Já a conta “outros investimentos” responde por parcela expres-  
siva das entradas e sua decomposição indica que o movimento é  
puxado sobretudo por empréstimos, créditos comerciais e adian-  
tamentos, com moedas e depósitos também contribuindo positiva-  
mente (gráfico 27).

### Gráfico 27 – Outros Investimentos Desagregados – Passivos líquidos em 2024 e 2025 (YTD)



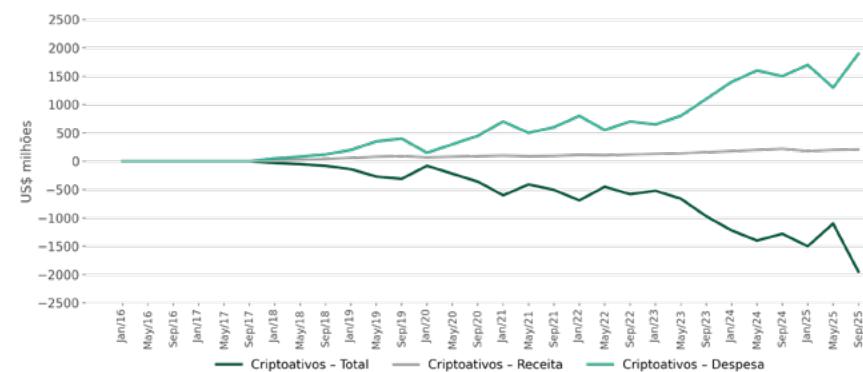
Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis no Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central do Brasil (BCB)

Dentro de outros investimentos, um elemento que ganhou relevância recente e que ajuda a interpretar os saldos líquidos, são as transações em criptoativos com passivo correspondente (*stablecoins*), classificadas como moedas e depósitos (lado dos ativos) após a revisão metodológica do Banco Central. A mudança é importante porque explicita que o canal cripto tem começado a ter um peso não trivial nas estatísticas: na Conta Capital, o componente de criptoativos sem passivo foi de magnitude comparável ao próprio saldo agregado (em 2024, a Conta Capital registrou -US\$ 2,2 bi, enquanto cripto sem passivo foi -US\$ 2,6 bi), e em 2025 (jan.-out.) o padrão se repete (-US\$ 0,2 bi na Conta Capital contra -US\$ 0,5 bi em cripto

sem passivo). Já em moedas e depósitos, as transações com cripto com passivo aparecem sistematicamente como saída líquida: em 2024, moedas e depósitos somaram +US\$ 12,9 bi, apesar de cripto com passivo registrar -US\$ 14,1 bi; em 2025 (jan.-out.), o agregado permaneceu positivo (+US\$ 17,5 bi) mesmo com cripto ainda negativo (-US\$ 12,9 bi), compensado por outras entradas.

A gráfico 28 evidencia a expansão do volume transacionado desde 2019 e, sobretudo, a assimetria, isto é, uma demanda líquida por ativos externos via cripto e o aumento da sua relevância desde 2020.

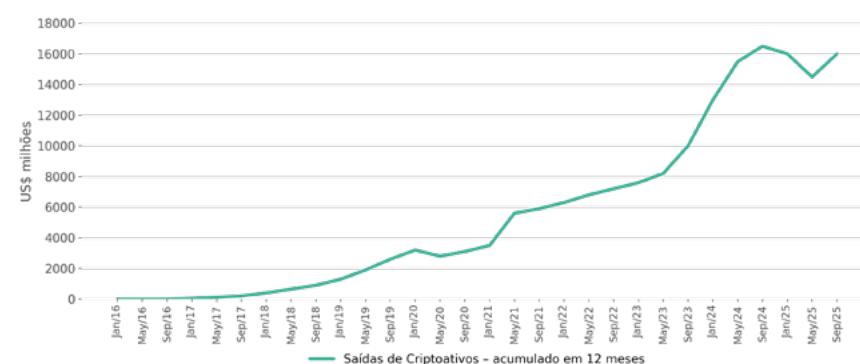
### Gráfico 28 – Transações com criptoativos: fluxos brutos (receitas e despesas) e saldo líquido mensal (US\$ milhões)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis no Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central do Brasil (BCB)

Já o gráfico 29 reforça a mesma leitura no horizonte de tendência: o acumulado em 12 meses indica que as saídas líquidas associadas a cripto se consolidaram como um canal relevante no período recente, atingindo patamares cada vez mais elevados. Essa dinâmica importa por dois motivos: primeiro, porque gera uma saída líquida que subtrai do saldo líquido de moedas e depósitos mesmo quando o agregado permanece positivo (já que as saídas via cripto são compensadas por outras entradas) e, segundo, porque sugere a consolidação de um canal de demanda por ativos externos que pode responder a determinantes distintos daqueles que tradicionalmente explicam os fluxos financeiros como diferencial de juros e percepção de risco.

**Gráfico 29 – Saídas líquidas de criptoativos acumuladas em 12 meses (US\$ milhões)**



Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis no Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central do Brasil (BCB)

Em síntese, o setor externo brasileiro manteve, até outubro de 2025, o mesmo traço estrutural observado nos últimos anos: o déficit em transações correntes persiste, sem sinal de restrição imediata de financiamento. O diagnóstico mais relevante, portanto, reside na composição desse financiamento, isto é, na mecânica de acumulação de passivos.

A decomposição da conta financeira pelo lado do passivo sugere que o “núcleo” do financiamento permanece ancorado no investimento direto, componente tipicamente mais estável, mas que, por definição, também alimenta parte da persistência da renda primária no futuro (via remessas de lucros e dividendos).

Ao mesmo tempo, a presença de investimentos em carteira (ainda que mais modesta) e, sobretudo, de outros investimentos, reforça a ideia de que uma parcela relevante do financiamento está associada a instrumentos mais sensíveis ao ciclo financeiro. Nesse contexto, o crescimento do canal de criptoativos, com impacto na leitura de rubricas como “moedas e depósitos” e “conta capital”, acrescenta uma dimensão adicional: a coexistência entre entradas financeiras e uma demanda crescente por ativos externos.

O próximo passo, portanto, é avaliar a sensibilidade desses componentes do financiamento às condições de política econômica, em particular à política monetária e à sua interação com o ciclo financeiro externo. Em termos práticos, isso significa investigar em que medida mudanças no diferencial de juros e na percepção de risco afetam o investimento direto, o investimento em carteira e os outros investimentos.

**Tabela 9 – Resultados dos choques da taxa Selic e dos indicadores nos passivos da conta financeira**

<b>Variável de resposta</b>	<b>Choque na Selic</b>			<b>Choque no Indicador 1 (CDS)</b>			<b>Choque no Indicador 2 (EMBI)</b>		
	<b>Período</b>	<b>Valor</b>	<b>Significância</b>	<b>Período</b>	<b>Valor</b>	<b>Significância</b>	<b>Período</b>	<b>Valor</b>	<b>Significância</b>
Carteira	0	0.015	Não significativo	0	0.025	Não significativo	0	0.02	Não significativo
Outros	3-6	0.03	95% de confiança	5-6	0.025	Não significativo	3-4	0.03	95% de confiança
IDE	1-2	0.09	95% de confiança	2-3	0.08	90% de confiança	1-2	0.08	90% de confiança

Fonte: Elaboração própria com base nos dados disponíveis no Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central do Brasil (BCB)

A tabela 9 sintetiza como choques na taxa Selic e em dois indicadores de condições financeiras afetam o *log* do passivo real acumulado em 12 meses de cada tipo de fluxo financeiro (carteira, outros investimentos e investimento direto). Em termos simples, esse indicador mede quanto o estoque de recursos financeiros captados pelo país junto ao exterior varia ao longo de um ano, já descontada a inflação. O uso do logaritmo permite analisar variações percentuais desses valores, facilitando a comparação dos efeitos dos choques entre diferentes tipos de fluxos. Enquanto o Indicador 1 reflete o diferencial de juros entre a Selic e a Federal Funds Rate, ajustado por um indicador de risco (CDS), o Indicador 2 capta esse mesmo diferencial descontado por outro indicador de risco (EMBI). Em vez de apresentar toda a trajetória das funções de impulso-resposta (IRFs)

estimadas pelos modelos de vetores autorregressivos estruturais (SVAR), a tabela destaca apenas os períodos em que as respostas são mais relevantes do ponto de vista econômico e estatístico.

No caso da carteira, os três tipos de choque geram respostas de pequena magnitude e sem significância estatística. Apesar de o impacto ser imediato (período 0), os fluxos de portfólio reagem pouco aos choques combinados de juros domésticos, juros externos e risco quando se observa o valor de pico resumido na tabela e sua significância. Isso reforça a leitura de que a sensibilidade da carteira aos juros não é estatisticamente robusta.

Para outros investimentos, os efeitos aparecem com defasagem (de 3 a 6 meses após o choque) e são mais estatisticamente significativos. Por exemplo, um choque na Selic está associado a resposta positiva entre os períodos 3 e 6, com valor em torno de 0,03 e significância a 95% de confiança, enquanto o choque no Indicador 2 (EMBI, combinado com Selic e Fed Funds) produz efeito de magnitude semelhante entre os períodos 3 e 4, também com 95% de confiança. Como a variável de resposta está expressa no logaritmo do passivo real acumulado em 12 meses, um coeficiente de 0,03 indica que um aumento de uma unidade no indicador "Selic-Fed Funds-EMBI" está associado a um crescimento de aproximadamente 3% no estoque real desse passivo no horizonte em que o efeito atinge seu pico.

Por fim, no investimento direto externo (IDE), os choques exibem respostas mais robustas e relativamente maiores. Um choque na Selic aumenta o IDE nos períodos 1-2 (ou seja, após um pouco mais de 1 mês do choque), com valor próximo de 0,09 e significância de 95% de confiança, enquanto o choque no Indicador 1 (CDS, em conjunto com Selic e Fed Funds) gera resposta em torno de 0,08 entre os períodos 2-3, significativa a 90% de confiança, e o choque no Indicador 2 (EMBI, Selic e Fed Funds) produz efeito similar, também por volta de 0,08 nos períodos 1-2, com 90% de confiança. Esses resultados sugerem que, embora o IDE seja um componente relativamente estável, ele reage de forma economicamente relevante a um aumento da Selic, ou do diferencial de juros descontado o risco país, com um crescimento em torno de 8% a 9% no passivo real acumulado de 12 meses.

De forma geral, a tabela 9 indica que os choques combinados de Selic, Fed Funds e risco têm efeitos heterogêneos: pouco robustos na carteira, defasados e curtos, porém significativos em outros investimentos, e mais pronunciados e estatisticamente significativos no IDE, ainda que em janelas relativamente curtas. Isso reforça a ideia de que a composição do financiamento externo responde de maneiras distintas às condições financeiras globais e domésticas, com implicações importantes para a avaliação da política monetária e sua possível relação com a vulnerabilidade externa.

# INFLAÇÃO

Se a economia como um todo desacelerou no segundo semestre de 2023 a boa notícia, neste mesmo período foi a queda da inflação. No gráfico 30 podemos ver tal movimento se seguiu a uma elevação da inflação, que, como estudado em números anteriores deste boletim, decorreu de uma inflação de alimentos a qual, por sua vez, respondeu a uma combinação de elevação de preços de *commodities* internacionais e desvalorização cambial ocorrida ao final de 2024.

**Gráfico 30 – Inflação, acumulado 12 meses**

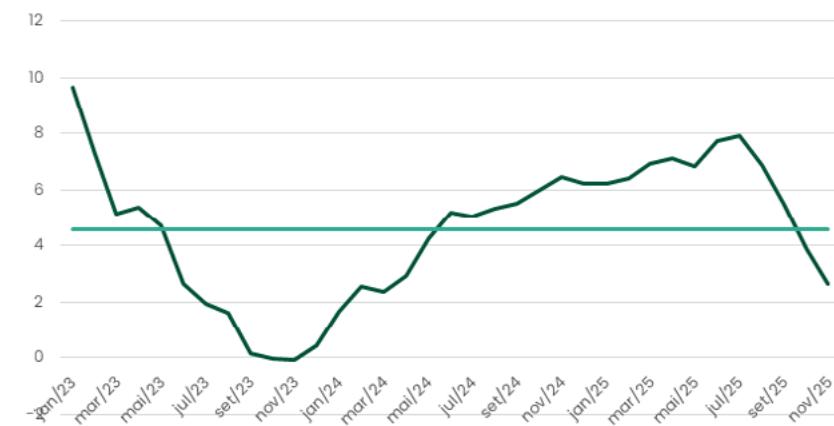


Fonte: IBGE, 2025. Elaboração própria, 2025.

Nota: Série 1 é o IPCA acumulado em 12 meses; Série 2 é a meta de inflação.

Em 2025, a desaceleração de algumas commodities alimentares, como o café, juntamente com uma valorização nominal do câmbio superior a 12%, atuou no sentido de aliviar as pressões inflacionárias sobre os alimentos. Dessa forma a pressão da chamada inflação de alimentos exerceu um efeito extremamente positivos sobre a inflação agregada. No gráfico 31, podemos ver que o comportamento do item alimentação é bastante volátil, como esperado, e que se acelerou em 2024, e alcançou valores acumulados em 12 meses muito elevados até o primeiro semestre de 2025, mas que após esse período sofreu, a partir de julho uma queda abrupta, com seguidas deflações mensais.

**Gráfico 31 – Inflação de Alimentos e Bebidas, acumulado 12 meses**



Fonte: IBGE, 2025. Elaboração Própria, 2025.

Nota: A linha central (laranja) corresponde à variável da inflação; a linha secundária (azul), à meta.

Vale destacar que o efeito positivo da valorização cambial não se resume ao seu impacto direto sobre *commodities* alimentícias, ou seja, os componentes da inflação de alimentos e bebidas que são precificados em dólar, como carnes, café, soja entre outros itens (ver publicações anteriores).

Pesquisa recente do Grupo de Macroeconomia do Centro Internacional Celso Furtado, utilizando a metodologia de matriz insumo produto que permite ver o impacto direto e indireto das variações de custo, calculou que a variação dos preços em reais de bens importados tem um impacto total de 0,44 sobre a inflação agregada. Este coeficiente é um dos três componentes de desagregação da inflação que também engloba os custos administrados e a variação dos salários nominais – este último com uma dimensão, ou coeficiente de impacto, semelhante ao das importações.

Em relação aos salários, o período recente de persistente elevação nominal é de recuperação do salarial real, ou seja, ganhos reais após o período de queda entre 2015 e 2022. Apesar dessa recuperação, os salários reais do emprego formal ainda não retomaram valores pré-pandemia. Assim, a despeito do impacto do custo salarial sobre o índice de inflação, de um ponto de vista agregado, é razoável dizer que não há uma pressão sobre a lucratividade das empresas.

Finalmente, vale destacar que no período recente a média de inflação, de 4,25%, esteve abaixo da média anual do último quarto do século, ou após o estabelecimento da política de metas de inflação em 1999. Como destacado em boletins anteriores, essa média está acima do atual centro da meta de 3%.

# FINANÇAS FEDERAIS

No primeiro update da segunda edição desse boletim, foram analisados os resultados fiscais do governo federal até o final do terceiro bimestre de 2025, a partir das informações divulgadas no Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias, publicado em julho de 2025 e elaborado em conjunto pela Secretaria de Orçamento Federal (SOF) e pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Nessa seção, os resultados fiscais do governo federal são atualizados com base nas avaliações feitas ao final do quinto bimestre e são apresentadas perspectivas para o quadro fiscal até o final do ano e para 2026.

Conforme explicado com mais detalhes no primeiro update desta edição, o Regime Fiscal Sustentável, estabelecido pela Lei Complementar (LC) n. 200/2023, em conjunto com a LC n.101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF) prevê dois limitadores

principais para as despesas públicas: (i) um limite para a expansão das despesas primárias, que funciona como um teto de gastos corrigido a cada ano, e (ii) a meta de resultado primário, definida anualmente pela Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), com uma margem de tolerância de ±0,25% do PIB em torno do valor central.

No que se refere ao limite das despesas primárias, conforme apresentado na tabela 8, após o ajuste pelo IPCA realizado no **segundo bimestre** (linha IV),<sup>7</sup> o limite das despesas primárias para 2025 foi fixado em **R\$ 2.261,433 bilhões** (linha V).<sup>8</sup>

<sup>7</sup> Conforme explicado com mais detalhes no 2º update desse boletim, o limite (teto) das despesas primárias cresce a cada ano o correspondente a 70% do crescimento real (acima da inflação) da receita primária líquida observada no ano anterior, sujeito aos limites mínimos e máximos de 0,6% e 2,5% acima da inflação, respectivamente. A LC n. 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 maior no limite de despesas.

<sup>8</sup> É possível notar, na tabela 10, que na avaliação do terceiro bimestre houve uma redução de R\$ 1,253 bilhão no limite individualizado do Poder Judiciário, devido à decisão provisória da ADI nº 7641, que, julgada pelo Supremo Tribunal Federal (STF), questionou a forma de cálculo e a distribuição dos limites individualizados de despesas no âmbito do Regime Fiscal Sustentável. Com a decisão, o limite total foi reduzido para R\$ 2.2660,180 bilhões (linha V, 3º bimestre). Posteriormente, em sessão virtual realizada entre os dias 26 e 27 de agosto, o STF acolheu um novo voto do relator, Ministro Alexandre de Moraes, apresentado após pedido de destaque, no qual restaram rejeitados os embargos de declaração e, ademais, ficou determinado que a base de cálculo do limite do Poder Judiciário não fosse revista. Consequentemente, na Avaliação do quarto bimestre de 2025, o Tesouro Nacional restabeleceu o limite original do Judiciário, anulando a redução de R\$ 1,253 bilhão aplicada no bimestre anterior.

**Tabela 10 – Avaliação do cumprimento do limite de despesas até o 5º bimestre (em R\$ milhões)**

Discriminação	LOA 2025	Avaliação 2º Bimestre	Avaliação 3º Bimestre	Avaliação 4º Bimestre	Avaliação 5º Bimestre
TOTAL DE DESPESAS (ORÇAMENTÁRIAS)	2.941.363,60	2.984.067,80	2.987.351,30	2.985.454,20	2.976.500,30
I. DESPESAS NÃO SUJEITAS AO LIMITE	692.529,90	712.052,90	716.422,80	711.871,70	710.690,80
II. DESPESAS SUJEITAS AO LIMITE	2.248.833,70	2.272.014,90	2.270.928,50	2.273.582,50	2.265.809,50
III. LIMITE = III + (1+IPCA)*(1+cresc. real)	2.248.990,00	2.248.990,00	2.247.737,00	2.248.990,00	2.248.990,00
LIMITE LEGISLATIVO/JUDICIÁRIO/MPU/DPU	87.277,10	87.218,20	86.024,00	87.277,10	87.277,10
LIMITE PODER EXECUTIVO	2.161.713,00	2.161.713,00	2.161.713,00	2.161.713,00	2.161.713,00
IV. ACRÉSCIMO LIMITE EXECUTIVO (DIFERENÇA IPCA)	-	12.443,90	12.443,90	12.443,90	12.443,90
V. LIMITE TOTAL COM ACRÉSCIMO PCA [ III + IV ]	2.248.990,00	2.261.433,90	2.260.180,90	2.261.433,90	2.261.433,90
VI. ESPAÇO (+) / AJUSTE (-) COM ACRÉSCIMO PCA [ V - II ]	156,3	-10.639,90	-10.747,60	-12.148,60	-4.375,60

Fonte: Relatórios de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias – 2º, 3º, 4º e 5º bimestres de 2025.

Na avaliação do cumprimento do teto de despesas primárias, até o final do quarto bimestre o bloqueio de despesas discricionárias necessário para o atendimento do limite de gastos somava R\$ 12,148 bilhões (linha VI). Com a avaliação do quinto bimestre, a projeção das despesas sujeitas ao teto foi revista para baixo em relação aos bimestres anteriores, alcançando R\$ 2.265,809 bilhões, o que permitiu a redução do bloqueio para R\$ 4,375 bilhões.

A projeção de despesas não sujeitas ao limite totaliza R\$ 710,690 bilhões, das quais destacam-se R\$

*despesas não sujeitas ao limite totaliza  
R\$ 710,690 bilhões*

565,221 bilhões de transferências por repartição de receita para os estados e municípios, R\$ 60,152 bilhões para complementação ao Fundeb, R\$ 49,386 bilhões para o pagamento de sentenças judiciais e precatórios<sup>9</sup> e R\$ 3,312 bilhões para resarcimento dos descontos indevidos em benefícios previdenciários<sup>10</sup>.

Com relação ao resultado primário, a LDO estabeleceu como meta o equilíbrio entre receitas e despesas primárias, ou seja, um resultado primário zero, para os Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social (OFS) para o ano de 2025. Dado que a meta de resultado primário tem um intervalo de tolerância de 0,25% do PIB acima ou abaixo do valor definido, o limite inferior em 2025 ficou estabelecido em um déficit primário de R\$ 30,970 bilhões.

Como mostra a tabela 9, a avaliação do quinto bimestre aponta uma redução de R\$ 2,182 bilhões das receitas primárias e um aumento de R\$ 1,293 bilhão nas despesas primárias. A receita líquida projetada é de R\$ 2.341,651 bilhões (tabela 9, linha 3) e as despesas primárias são projetadas em R\$ 2.418,369 (linha 4), já considerando o bloqueio de R\$ 4,375 bilhões para cumprimento do limite de despesas. Entretanto, para a apuração da meta de resultado primário, deve-se levar em consideração as compensações da meta de R\$ 44,551 bilhões (tabela 9, linha 8) devido aos pagamentos de precatórios (ADIs 7047 e 7064, ver nota de rodapé 3), aos resarcimentos da previdência (ADPF 1236, ver nota de rodapé 4) e aos Projetos Estratégicos de Defesa, do qual se falará mais adiante, e a compensação entre as metas estabelecidas para os OFS e para o Programa

9 No governo Bolsonaro, a Emenda Constitucional (EC) nº 114/2021 limitava o pagamento de precatórios ao valor pago em 2016, corrigido pela inflação, repressando os pagamentos que ultrapassem esse limite e criando um estoque de precatórios não pagos. A partir das Ações Diretas de Inconstitucionalidade (ADIs) 7047 e 7064, o STF julgou a EC nº 114/2021 inconstitucional e autorizou o governo a excluir os valores para pagamento de precatórios que excedessem o limite estabelecido pela Emenda Constitucional nº 114/2021.

10 A partir da arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental (ADPF) 1236, o STF, por meio de ministro Dias Toffoli, determinou que os R\$ 3,312 bilhões destinados ao resarcimento 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.

de Dispêndios Globais<sup>11</sup> (PDG), no montante de R\$ 2,993 bilhões (linha 10). Assim, o resultado primário para fins de cumprimento da meta está projetado em um déficit de R\$ 34,258 bilhões – maior, portanto, que o limite inferior da meta. Isso levou ao contingenciamento de R\$ 3,288 bilhões de despesas primárias<sup>12</sup>.

**Tabela 11 – Resultado da avaliação de receitas e despesas primárias até o 4º bimestre (em R\$ milhões)**

Discriminação	LOA 2025 (avaliação 5º bimestre)	Avaliação 2º Bimestre	Avaliação 3º Bimestre	Avaliação 4º Bimestre	Avaliação 5º Bimestre
1. Receita Primária Total	2.930.278,90	2.898.984,40	2.924.394,70	2.924.222,30	2.922.040,00
2. Transferências por Repartição de Receita	570.227,30	580.599,00	578.916,20	580.602,40	579.388,70
3. Receita Líquida (1) – (2)	2.360.051,60	2.318.385,50	2.345.478,50	2.343.619,90	2.341.651,30
4. Despesas Primárias	2.387.561,60	2.415.413,00	2.420.410,20	2.417.0766,60	2.418.369,90
Obrigatórias	2.168.463,50	2.204.841,20	2.209.946,10	2.207.100,70	2.203.863,20

<sup>11</sup> O Programa de Dispêndios Globais (PDG) é um instrumento orçamentário que consolida as informações econômico-financeiras das empresas estatais federais não dependentes, detalhando suas receitas e despesas (investimentos, custeio etc.) para o exercício financeiro, visando alinhar os gastos dessas empresas com as metas da política econômica.

<sup>12</sup> Note que após a avaliação do segundo bimestre, o resultado primário projetado estava R\$ 20,734 bilhões abaixo do limite inferior da meta (ver Tabela 11, linha 13), o que levou ao contingenciamento deste valor até o final do primeiro semestre. Após a avaliação do terceiro bimestre, no entanto, com a melhora das projeções da receita primária descritas anteriormente nessa seção, o governo liberou esse valor. Até a avaliação do quarto bimestre, não havia sido necessário novo contingenciamento de despesas para cumprimento da meta.

Discricionárias do Poder Executivo, fora dos limites de despesas primárias	2.028,20	2.239,90	3.069,00	3.637,20
Discricionárias do Poder Executivo sujeitas aos limites de despesas primárias	219.098,10	208.224,20	206.906,90	210.869,50
Discricionárias do Poder Executivo	219.098,10	221.211,70	218.971,80	219.055,50
Cancelamento para Cumprimento do Limite de Despesas	-	-10.639,90	-10.747,60	-12.148,60
5. Resultado Primário (3) - (4)	-27.510,00	-97.027,60	-74.931,70	-73.456,80
6. Centro da Meta de Resultado Primario OFS	0	0	0	0
7. Limite Inferior da Meta de Resultado Primário OFS	-30.970,00	-30.970,00	-30.970,00	-30.970,00
8. Compensação da Meta (ADIS 7064/7047, ADPF 1236 e Projetos Estratégicos da Defesa)	44.118,30	45.323,10	48.635,90	43.267,50
9. Resultado Primário após compensação (5) + (8)	16.608,40	-51.704,50	-26.295,80	-30.189,30
				-31.265,40

10. Compensação do Programa de Dispêndios Globais pelo OFS	0,00	0,00	0,00	0,00	2.993,20
11. Resultado Primário OFS após Compensação do PDG (9) - (10)	16.608,40	-51.704,50	-26.295,80	-30.189,30	-34.258,60
12. Espaço (+) / Ajuste (-) para o Centro da Meta (11) - (6)	16.608,40	-51.704,50	-26.295,80	-30.189,30	-34.258,60
13. Espaço (+) / Ajuste (-) para o Limite Inferior da Meta (11) - (7)	47.578,40	-20.734,50	4.674,20	780,8	-3.288,60

Fonte: Relatórios de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias – 2º, 3º, 4º e 5º bimestres de 2025.

Dessa forma, após a avaliação do quinto bimestre, está prevista uma contenção total de despesas primárias de R\$ 7,664 bilhões (R\$ 4,375 bilhões de bloqueio para cumprimento do limite de despesas e R\$ 3,288 bilhões de contingenciamento para cumprimento da meta de resultado primário), o que equivale a 3,63% das despesas discricionárias disponíveis (R\$ 210,869 bilhões, ver tabela 9). Considerando bloqueios e contingenciamentos, os órgãos que sofreram as maiores contenções de despesas até a avaliação do quinto bimestre foram o Ministério de Portos e Aeroportos (R\$ 17,1 bilhões), o Ministério de Agricultura e Pecuária (R\$ 12,5 bilhões), o

Ministério do Turismo (R\$ 12 bilhões), o Ministério de Minas e Energia (R\$ 8,8 bilhões) e o Ministério das Cidades (R\$ 8,7 bilhões). Em proporção à dotação total, as maiores contenções foram no Ministério da Saúde (1,6%), no Ministério das Cidades (1,4%), no Ministério da Integração e Desenvolvimento Regional (0,7%), no Ministério da Agricultura e Pecuária (0,6%) e no Ministério da Defesa (0,5%). Pela ótica dos indicadores de resultado primário (RP), os cancelamentos se distribuem em R\$ 2,8 bilhões (36% do total cancelado) em demais despesas discricionárias (RP 2), R\$ 2,2 bilhões (29% do total

cancelado) do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC – RP 3) e R\$ 2,6 bilhões (35% do total cancelado) em Emendas de bancada (RP 7)<sup>13</sup>.

Após a avaliação do quinto bimestre, tem-se uma estimativa de despesa primária total de R\$ 2.418,369 bilhões para o ano de 2025 (Cf. tabela 11, linha 4). Dado que a despesa primária total de 2024 foi de R\$ 2.204,711 bilhões<sup>14</sup>, isso implica em um aumento nominal de 9,69% na despesa primária total entre os dois anos. Considerando a mediana das projeções para o IPCA de 2025 apresentada no Relatório Focus de 05 de dezembro de 2025, de 4,4%, caso não ocorram novos bloqueios, seja cumprida a estimativa de despesa obrigatória e todo o limite disponível para as despesas discricionárias seja utilizado, pode-se estimar um crescimento real do total das despesas primárias em 2025 de 4,91% em comparação a 2024.

Essa estimativa, contudo, representa o valor máximo possível de despesas primárias para 2025, pois parte do pressuposto de que todo o limite orçamentário disponível será integralmente executado. Na prática, isso raramente ocorre, já que parte das dotações autorizadas não chega a ser efetivamente paga ao longo do exercício

– fenômeno conhecido como empoçamento. O empoçamento corresponde à diferença entre o que o governo está autorizado a gastar e o que de fato é executado, seja por entraves administrativos, atrasos na execução de projetos, contingenciamentos parciais ou reprogramações financeiras. Em outras palavras, ele reflete o volume de recursos orçamentários que permanecem “parados”, reduzindo o gasto efetivo e, consequentemente, o impacto fiscal real no resultado primário do ano.

Lisboa et al. (2023)<sup>15</sup> projetaram para 2025 um empoçamento de despesas de R\$ 27 bilhões. Já a Instituição Fiscal Independente (IFI) em seu Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) nº 99, de abril de 2025, projetou um empoçamento de R\$ 16,3 bilhões para 2025, comparado a R\$ 12,5 bilhões observado em 2024<sup>16</sup>. No RAF nº 105, de outubro de 2025 (páginas 21 e 22), a IFI informa – com base nos Decretos de Programação Orçamentária e Financeira (DPOFs) – que até o quarto bimestre de 2025 foram observados R\$ 7,4 bilhões de empoçamento (diferença entre o limite de pagamento autorizado, R\$ 114,7 bilhões, e o valor pago, R\$ 107,3 bilhões).

13 Ver: SENADO Federal. Consultoria de Orçamento, Fiscalização e Controle. Nota Informativa n.º DPoF-2025-09. Brasília: Senado Federal, 2025. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/orcamento/documents/estudos/tipos-de-estudos/notas-tecnicas-e-informativos/ni-dpof-202511-1.pdf>. Acesso em: 8 dez. 2025.

14 Ver Resultado do Tesouro Nacional – dezembro de 2024.

15 LISBOA, Marcos et al. *O algoritmo do gasto: o impacto das despesas obrigatórias no arcabouço fiscal*. São Paulo: Insper, 2023. (Relatório de Pesquisa). Disponível em: <https://repositorio.insper.edu.br/entities/publication/3b9fa338-a46f-4021-8b84-c0a32cc778af>. Acesso em: 30 out. 2025.

16 De acordo com o RAF nº 99 (página 22), essa estimativa reflete o efeito combinado da **demora na sanção da Lei Orçamentária Anual (LOA)** – que obrigou o governo a operar provisoriamente com base no projeto de lei orçamentária, conforme o art. 70 da **LDO 2025** – e da aplicação do **Decreto nº 12.416, de 21 de março de 2025**, que estabeleceu o faseamento das despesas, ou seja, a liberação gradual dos recursos ao longo do exercício, retardando parte dos gastos previstos.

Assim, pode-se reestimar o crescimento real das despesas primárias totais para 2025: utilizando a projeção de Lisboa *et. al.* (2023), de um empoçamento de R\$ 27 bilhões, a estimativa seria de um crescimento nominal de 8,47% das despesas primárias, o que equivaleria (mantida a projeção de 4,4% para o IPCA de 2025) a um crescimento real de 3,89%. Se for considerada a projeção de empoçamento da IFI, de R\$ 16,3 bilhões, a estimativa para o crescimento nominal das despesas primárias será de R\$ 8,95% e o crescimento real, de 4,36%.



## Perspectivas para 2026

Em 04 de dezembro, o Congresso Nacional aprovou o Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) para 2026<sup>17</sup>. O PLDO estabelece o centro da meta de superávit primário em R\$ 34,3 bilhões em 2026, o que equivale a 0,25% do PIB. No entanto, o mesmo PLDO prevê que o governo pode considerar o limite inferior da meta fiscal para limitação de gastos. Para 2026, o limite inferior da meta será zero (equilíbrio entre receitas e despesas primárias). Já o limite de despesas primárias (teto) está estimado em R\$ 2.430,618 bilhões.

Por ser ano eleitoral, o PLDO aumenta as despesas com os fundos partidário e eleitoral e os inclui entre as despesas que não podem ser contingenciadas. Ao todo, estão previstos R\$ 1 bilhão para o Fundo Partidário e R\$ 4,9 bilhões para o Fundo Eleitoral. Também foi estabelecido que o governo pague 65% do total das emendas parlamentares de execução obrigatória (emendas individuais e coletivas destinadas a fundos de saúde e de assistência social e “emendas pix”) até o final do primeiro semestre de 2026, liberando recursos no ano eleitoral. Por fim, destaca-se que despesas do PDG de empresas não sejam consideradas para o cumprimento da meta de resultado primário (meta de déficit de R\$ 6,7 bilhões) até o limite de R\$ 10

<sup>17</sup> CÂMARA dos Deputados. Orçamento da União. Câmara dos deputados, s./d. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/orcamento-da-uniao/leis-orcamentarias/ldo>. Acesso em: nov. 2025.

<sup>18</sup> CÂMARA dos Deputados. Congresso aprova Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2026 com meta de superávit. Câmara dos Deputados, 4 dez. 2025. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias/1229998-congresso-aprova-lei-de-diretrizes-orcamentarias-de-2026-com-meta-de-superavit/>. Acesso em: 4 dez. 2025.

<sup>19</sup> SENADO Federal. Senado aprova investimento de R\$ 30 bi fora do arcabouço para Forças Armadas. Senado Notícias, 22 out. 2025. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2025/10/22/senado-aprova-investimento-de-r-30-bi-fora-do-arcabouco-para-forcas-armadas>. Acesso em: out. 2025. SENADO Federal. Senado pode ampliar investimento em defesa nacional. Rádio Senado, 3 out. 2025. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/radio/1/noticia/2025/10/03/projeto-pode-garantir-mais-dinheiro-para-investimento-em-defesa-nacional>. Acesso em: out. 2025.

<sup>20</sup> BALZA, Guilherme. Aprovação no Senado de R\$ 30 bilhões em gastos militares fora da meta fiscal desagrada equipe econômica. G1, 25 out. 2025. Disponível em: <https://g1.globo.com/politica/noticia/2025/10/25/aprovacao-no-senado-de-r-30-bilhoes-em-gastos-militares-fora-da-meta-fiscal-desagrada-equipe-economica.ghtml>. Acesso em: out. 2025.

bilhões. A medida visa contemplar as despesas necessárias para a reestruturação dos Correios<sup>18</sup>.

Outra medida, essa aprovada pelo Senado e que terá impacto nas despesas primárias em 2026, foi o Projeto de Lei Complementar (PLP) nº 204/2025<sup>19</sup>, que tem como objetivo principal instituir um regime especial para os “projetos estratégicos de Defesa Nacional”, como os de desenvolvimento do submarino nuclear e a renovação da frota de caças. O PLP retira R\$ 5 bilhões anuais em despesas com defesa do limite de gastos para os próximos seis anos, desvincula recursos para essas finalidades. As despesas, no entanto, serão mantidas no cálculo da meta de resultado primário, mas fica vedada a limitação de empenho sobre os valores destinados a essas iniciativas em caso de não cumprimento da meta de resultado primário. O PLP também prevê que no mínimo 40% das despesas destinadas a projetos estratégicos de defesa devam ser direcionadas a investimentos, ou seja, aplicações em equipamento e infraestrutura, com um mínimo de 35% de conteúdo nacional. Apesar de não contar com apoio da equipe econômica, um acordo entre governo e oposição garantiu a aprovação da medida que alivia a execução orçamentária do Ministério da Defesa<sup>20</sup>.

# ANÁLISE DAS FINANÇAS ESTADUAIS

A presente seção trata do desempenho fiscal das unidades federativas (UFs) até outubro 2025, em comparação com o mesmo período de 2024. Para isso, foram analisadas as receitas, despesas e resultados dos estados e do Distrito Federal, detalhados de acordo com os dados do Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) do quinto bimestre (último disponível no fechamento desta edição) e com o Relatório de Gestão Fiscal (RGF) de segundo quadrimestre, conforme extraídos do Sistema de Informações Contábeis e Fiscais do Setor Público Brasileiro (SICONFI), da STN.

Em suma, verifica-se uma desaceleração das receitas e das despesas, com alguns estados ainda observando investimentos significativos, mas muitos com uma expansão mais contida e com um peso menor em custeio. No Nordeste, ocorre uma grande redução das Outras Transferências devido a fatores extraordinários a maior que impactaram a rubrica em 2024. Sobretudo no Sudeste e no Sul, são significativas as receitas de aplicações financeiras, devido ao acúmulo de caixa e à alta da Selic. O dinamismo do ICMS, no geral, é mediano, com expansão de 2,1% real, mas com o Sul tendo apenas 0,5%. Norte e Nordeste são as regiões que realizaram um volume

expressivo de operações de crédito, e essa última, junto com a região Centro Oeste, são as que mais investiram no período.

## Receitas

No período de 2020 a 2024, a Receita Corrente Líquida (RCL) apresentou um comportamento instável pois, após o crescimento contínuo nos três primeiros anos da série, com o pico de 8,3% em dois anos consecutivos (2021 e 2022), houve uma queda real de 0,6% em 2023 – que, como já relatado em edições anteriores, deve-se ao forte impacto dos efeitos das Leis Complementares 192 e 194/2022 na queda de arrecadação do ICMS. O ano de 2024, no entanto, apresentou um retorno do crescimento da RCL, chegando a 6,0% no ano, crescimento debatido em detalhe ao longo da edição passada deste Boletim.

Em 2025, no entanto, é perceptível uma desaceleração do crescimento da RCL no todo das UFs, uma vez que, até outubro, a rubrica cresceu apenas 2,9% em relação ao 5º bimestre do ano anterior.

**Gráfico 33 – Crescimento real da Receita Corrente Líquida (RCL) do total das UFs (2020– outubro/2025)**

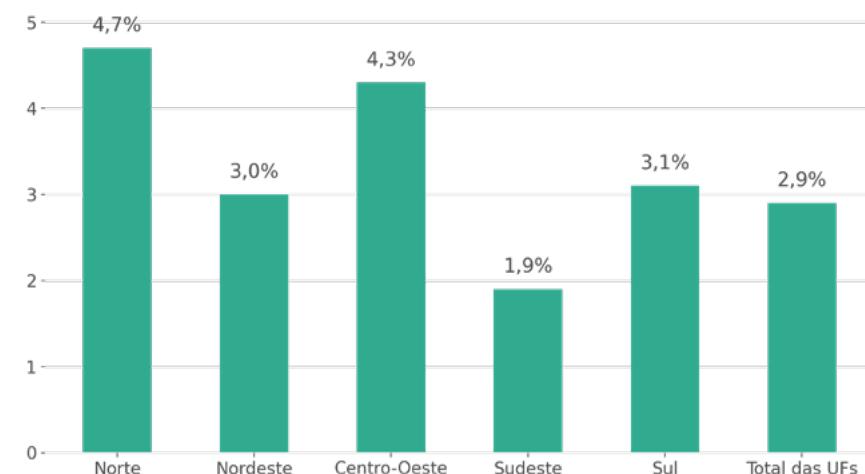


Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 3, 6º bimestre 2019–2024 e 5º bimestre 2025 e 2024, a preços constantes de out/25 corrigidos pelo IPCA.

\*Valores de 2025 até o 5º bimestre em relação a 2024 até o 5º bimestre.

Como pode ser observado no gráfico 34, a desaceleração do crescimento da RCL é mais significativa no Sudeste, que cresceu apenas 1,9% até outubro de 2025. Em contraposição, o Norte e o Centro-Oeste foram as regiões que mais contribuíram positivamente para o desempenho geral da RCL das 27 UFs no ano, com crescimentos de 4,7% e 4,3%, respectivamente.

**Gráfico 34 – Crescimento real da Receita Corrente Líquida (RCL) por região até outubro 2025**

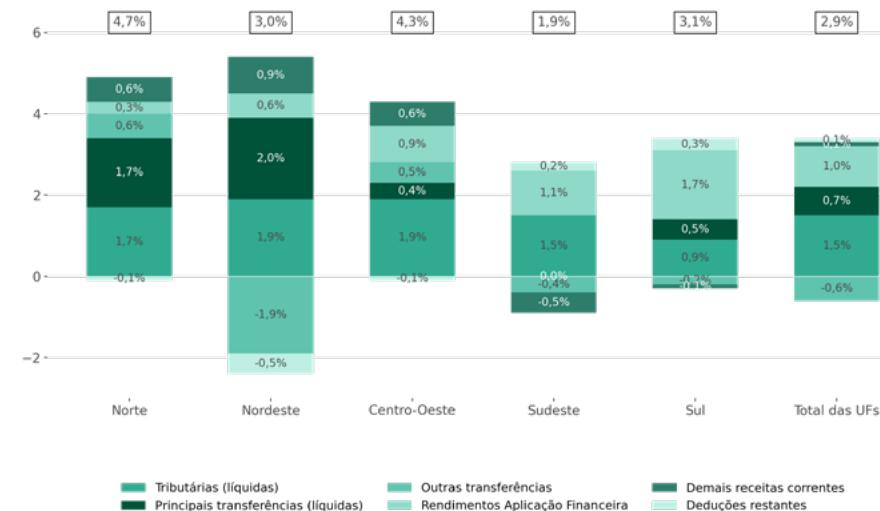


Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 3, 5º bimestre 2025 e 2024, a preços constantes de out/25 corrigidos pelo IPCA.

Para entender como cada região chegou aos resultados indicados acima – e, portanto, como o crescimento da RCL no total das unidades federativas resultou em 2,9% no ano de 2025 – foi realizada a decomposição da variação da RCL. Nesse sentido, as variações reais de cada rubrica utilizam sempre como denominador a RCL de cada estado até o mês de outubro de 2024 – o que também pode ser compreendido como a variação real da própria rubrica multiplicada pela importância que tal rubrica possui na RCL do estado.

É importante destacar que a análise das receitas desagregadas tem um obstáculo na contabilização em separado das “deduções” de receitas correntes que não entram no conceito de RCL. Para reduzir este problema, nesta edição adotamos um conceito “líquido” aproximado para as receitas tributárias e das principais transferências, já deduzindo a repartição constitucional com os municípios e a contribuição para o Fundeb.

**Gráfico 35 – Decomposição da variação real da Receita Corrente Líquida (RCL) por região (out. 2025/out. 2024)**



Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 3, 5º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de out/25 corrigidos pelo IPCA. “Principais transferências” compreende FPE, IPI-Exp. e Transferências do Fundeb (para o DF também FPM e ITR). Conceito “líquido” compreende desconto estimado da transferência constitucional para os municípios (25% ICMS e IPI-Exp., 50% IPVA) e da contribuição ao Fundeb (20% de ICMS, IPVA, FPE, IPI-Exp., ITCD).

Como foi apontado anteriormente, a região Norte teve o maior crescimento da RCL dentre as regiões. Dentro da variação positiva da região, as receitas tributárias (líquidas) e as receitas das principais transferências (líquidas) foram as que mais contribuíram

positivamente entre os cinco primeiros bimestres de 2025 em comparação ao mesmo período de 2024, registrando, ambas, 1,7% do crescimento da RCL.

Com a tabela 13 é possível fazer uma análise ainda mais minuciosa, mapeando as UFs que impactaram para o resultado de cada região. Nesse caso, para o Norte, o Acre e o estado de Roraima tiveram uma posição de destaque na contribuição da rubrica principais transferências à RCL,<sup>21</sup> registrando 4,6% e 3,2%, respectivamente, – enquanto o Amapá teve significativa contração desta rubrica.

Para o Centro-Oeste, outra região com bom desempenho na RCL, identifica-se que o valor mais significativo da decomposição se deve às receitas – as quais, no Mato Grosso, contribuíram com o valor positivo de 6,0% em relação à RCL no período analisado.

Alguns destaques ainda do gráfico 35 são os valores das receitas de rendimentos obtidos por aplicações financeiras no Sul e no Sudeste e, em menor medida, no Centro-Oeste. Nota-se que, na Região Sul, a variação da RCL foi de 3,1%, sendo mais da metade decorrente da variação positiva dos rendimentos de aplicação financeira – que contribuiu com 1,7% da RCL. No Sudeste, o cenário é ainda mais crítico, visto que a RCL da região variou apenas 1,9% e os rendimentos financeiros variaram 1,1%. A alta da taxa Selic – que atingiu este ano seu patamar mais alto desde 2006 (Cf. seção 5) – ajuda a explicar o crescimento da rubrica, sobretudo em vista dos acúmulos de caixa nos estados.

---

<sup>21</sup> As principais transferências que afetam a Receita Corrente Líquida (RCL) de Estados e Municípios são as transferências constitucionais e legais obrigatórias. Destacam-se, no caso da União, os repasses do FPE, do FPM e do Fundeb, além das cotas do ITR, do IPI-Exportação e das compensações da Lei Kandir. No âmbito estadual, sobressaem as cotas-partes do ICMS e do IPVA transferidas aos municípios. Esses itens concentram a maior parcela das deduções e recebimentos considerados no cálculo da RCL.

**Tabela 13 – Decomposição da variação real da RCL por UF (out. 2025/out.2024)**

	Tributárias (líquidas)	Principais transferências (líquidas)	Outras transferências	Rendimentos Aplicação Financeira	Demais receitas correntes	Deduções restantes	RCL
Total das UFs	1,5%	0,7%	-0,6%	1,0%	0,1%	0,1%	2,9%
Norte	1,7%	1,7%	-0,1%	0,3%	0,6%	0,6%	4,7%
AC	0,0%	4,6%	-0,9%	0,4%	1,9%	0,1%	6,1%
AM	1,9%	0,8%	-0,9%	0,9%	0,9%	0,0%	3,5%
AP	1,5%	-1,8%	2,2%	-7,4%	-2,4%	10,9%	3,1%
PA	1,6%	2,1%	0,4%	0,7%	0,6%	-0,1%	5,2%
RO	2,6%	2,1%	-0,2%	1,4%	1,7%	0,0%	7,5%
RR	0,8%	3,2%	1,0%	2,8%	-0,2%	-2,7%	5,0%
TO	2,2%	1,3%	-0,8%	0,0%	0,4%	-0,3%	2,8%
Nordeste	1,9%	2,0%	-1,9%	0,6%	0,9%	-0,5%	3,0%
AL	2,1%	2,7%	1,1%	0,4%	0,8%	0,2%	7,2%
BA	1,4%	1,1%	-2,6%	0,5%	0,5%	-0,5%	0,4%
CE	1,9%	2,1%	-2,4%	0,2%	1,8%	-0,5%	3,0%
MA	3,4%	2,9%	-3,2%	1,0%	0,8%	-0,2%	4,7%
PB	2,5%	1,7%	-0,3%	1,7%	0,7%	-0,7%	5,6%
PE	0,5%	1,2%	-2,9%	0,5%	-0,4%	-1,1%	-2,2%
PI	2,2%	3,2%	-3,4%	-0,1%	0,9%	0,1%	2,8%
RN	3,2%	2,7%	2,6%	0,1%	2,1%	-0,9%	9,8%

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

Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 3, 6º bimestre 2019–2024 e 5º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de out/25 corrigidos pelo IPCA.

# RECEITAS TRIBUTÁRIAS

Em todas as UFs as receitas tributárias contribuem de maneira significativa para o crescimento da RCL, seguidas das principais transferências, das quais o FPE é, por construção, mais importante nas regiões Norte e Nordeste.

As decomposições a seguir ajudam a entender a contribuição das receitas tributárias para a variação real da RCL. O ICMS é um importante componente não só das receitas tributárias como das receitas totais dos estados e, por isso, em geral, costuma assumir uma parcela significativa da contribuição das receitas tributárias para a variação da RCL. Assim, conforme gráfico 36, até outubro 2025, o ICMS da região Sul teve a menor contribuição à RCL (0,5%), dado a média das UFs de 1,4%. A região Sudeste foi a responsável por puxar a média para cima, contribuindo com 1,8% da variação do ICMS à RCL.

O Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) é um tributo diretamente vinculado à folha de pagamento do Estado, ainda que inclua outras fontes de menor relevância. Dessa forma, o aumento do gasto com pessoal não se traduz apenas em maior despesa, mas também em expansão da arrecadação estadual, na medida em que amplia a base de incidência do IRRF. Por essa razão, as variações observadas nessa rubrica acompanham, em geral, a dinâmica da despesa com

pessoal, que será analisada mais adiante na seção de Despesas. Como será mostrado, o Nordeste e o Centro-Oeste apresentam as maiores contribuições da despesa com pessoal e encargos sociais para o crescimento de suas receitas totais, 2,7% e 2,6%, respectivamente, frente à média das unidades da federação de 1,6%. Esse movimento se reflete diretamente na evolução da RCL via IRRF, rubrica na qual essas duas regiões também se destacam, com contribuições positivas de 0,7% no Nordeste e 0,6% no Centro-Oeste.

O ITCD, por sua vez, apresentou contribuição negativa, não em razão de uma queda generalizada na arrecadação, mas devido ao elevado patamar de comparação de 2024. Naquele ano, a arrecadação do imposto registrou um aumento pontual associado a mudanças introduzidas pela reforma tributária, que obrigou os estados a adotarem a progressividade do ITCD, conforme detalhado na segunda edição deste Boletim.

Por último, o IPVA foi um dos tributos com menos relevância para o crescimento da RCL dos estados, a não ser no Sul, onde variou 0,5%, sendo inclusive a maior variação entre as regiões.

**Gráfico 36 – Decomposição da variação real das receitas tributárias em proporção da RCL por região (out. 2025/out. 2024)**

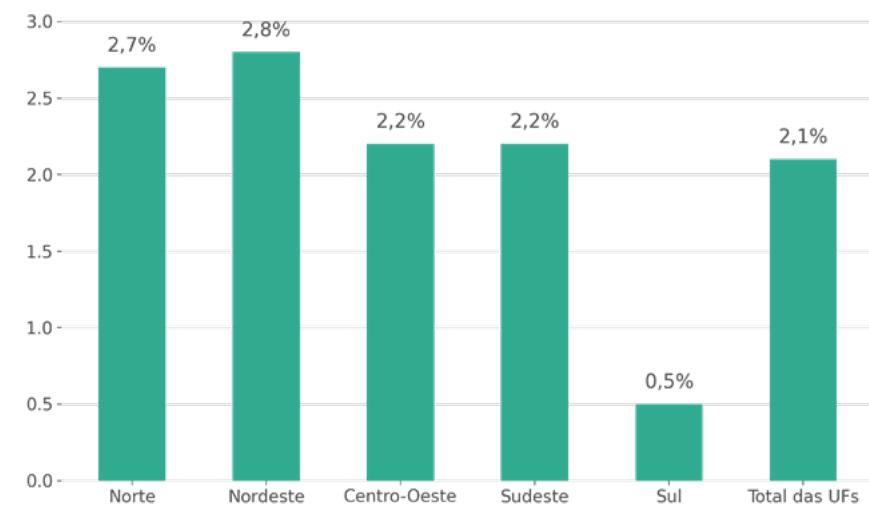


Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 3, 5º bimestre 2025 e 2024, a preços constantes de dez/2024 corrigidos pelo IPCA.

O gráfico 37 mostra a variação da arrecadação do ICMS acumulado até outubro de 2025 em relação ao mesmo período de 2024. É possível perceber que, mesmo com o ICMS crescendo em termos reais em todas as regiões – com resultados mais expressivos para o Norte e Nordeste, resultados médios para o Centro-Oeste e Sudeste e um resultado menos significativo para o Sul –, há uma desaceleração desse crescimento no período quando

comparado com o crescimento de 2024 (segunda edição deste boletim, pp.67-68).

**Gráfico 37 – Variação real do ICMS**



Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 3, 5º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de out/25 corrigidos pelo IPCA.



## Elasticidades das Receitas de ICMS

**Tabela 14 – Correlação e elasticidades das receitas de ICMS com relação ao índice de commodities e à atividade econômica**

Região	Correlação		Elasticidades (OLS)		Elasticidades (MLE)	
	IC-Br (Co- modi- ties)	IBCR (PIB)	IC-Br (Co- modi- ties)	IBCR (PIB)	IC-Br (Co- modi- ties)	IBCR (PIB)
Centro-Oeste	0,3455	0,2858	0,2128	0,7401	0,1215	0,4741
Norte	0,2219	0,5668	0,1275	1,1971	0,0810	1,1693
Nordeste	0,2093	0,6065	0,0923	1,3430	0,0613	0,5580
Sudeste	0,3509	0,6917	0,1770	1,5756	0,1647	1,1412
Sul	0,2202	0,4766	0,1110	1,0343	0,0694	0,9281

Fonte: Cálculo próprio a partir de dados do RREO (vários bimestres) e do IBCR e IC-Br do Banco Central do Brasil (ver nota de rodapé 1).

A tabela 14 apresenta os resultados das estimativas realizadas para investigar a relação entre a arrecadação de ICMS das cinco regiões brasileiras e duas variáveis que podem influenciar essa arrecadação: o Índice de Commodities Brasil (IC-Br), que sintetiza a evolução dos preços internacionais das principais commodities exportadas pelo país, e o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBCR), que funciona como proxy para o PIB, ambas fornecidas pelo Banco Central do Brasil. A análise inicia-se pelo cálculo das correlações simples entre o ICMS de cada região e esses dois indicadores, fornecendo uma primeira aproximação da força e do sentido da relação entre as séries. Observa-se que, com exceção do Centro-Oeste, nas demais regiões, a correlação com o IBCR é maior do que com o índice de commodities, sugerindo que a dinâmica da atividade econômica doméstica tende a explicar mais da variação do ICMS do que os movimentos dos preços de commodities. Essa diferença é especialmente pronunciada no Sudeste e no Nordeste, onde as correlações com o IBC superam 0,60. No entanto, a correlação entre o ICMS e o IC-Br para a região Sudeste é ainda maior do que a observada no Centro-Oeste.



Avançando na análise, a tabela 14 apresenta as elasticidades das arrecadações de ICMS com relação ao índice de commodities e à atividade econômica, estimadas por meio de regressões via Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Em todas as regiões, a elasticidade do ICMS em relação ao IBC supera a unidade ou se aproxima bastante disso, indicando que aumentos percentuais na atividade econômica geram respostas ainda maiores na arrecadação – o que se poderia esperar de tributos sensíveis ao faturamento e ao consumo. Por outro lado, as elasticidades em relação ao IC-Br são mais baixas, abaixo de 0,25, o que revela que variações nos preços internacionais das commodities apresentam impacto reduzido sobre o ICMS agregado. Mais uma vez, destaca-se o Centro-Oeste, que apresenta a maior elasticidade com relação às commodities e a menor com relação à atividade econômica.

Um terceiro bloco de resultados complementa a análise ao apresentar elasticidades estimadas via máxima verossimilhança, utilizando um filtro de Kalman, que leva em conta o comportamento próprio da série (por exemplo, se a série tem comportamento autorregressivo), mas também a relação que a série tem com outras variáveis. Em outras palavras, essa estimativa leva em conta que as arrecadações de ICMS observadas em cada período resultam tanto da trajetória interna da série quanto da influência das variáveis explicativas (IC-Br e IBCR).

Os valores obtidos para as elasticidades via máxima verossimilhança são, em todos os casos, menores do que os estimados por MQO, tanto para a sensibilidade ao IC-Br quanto ao IBCR. Isso é consistente com o fato de que, quando a dinâmica interna da série é modelada explicitamente, parte da variabilidade que o MQO atribui às variáveis explicativas passa a ser explicada pelo componente autorregressivo. Ainda assim, preserva-se o mesmo padrão encontrado nas outras medidas: a atividade econômica apresenta impacto maior sobre o ICMS do que os preços das commodities para todas as regiões analisadas. Aqui, a elasticidade da arrecadação de ICMS com relação às commodities é maior no Sudeste do que no Centro-Oeste, mas o Centro-Oeste é, de novo, a região em que a elasticidade da arrecadação de ICMS com relação à atividade econômica é menor.

Em conjunto, as três análises – correlações, elasticidades por MQO e elasticidades por máxima verossimilhança – apontam na mesma direção: a arrecadação de ICMS é mais sensível à atividade econômica do que aos preços das commodities.

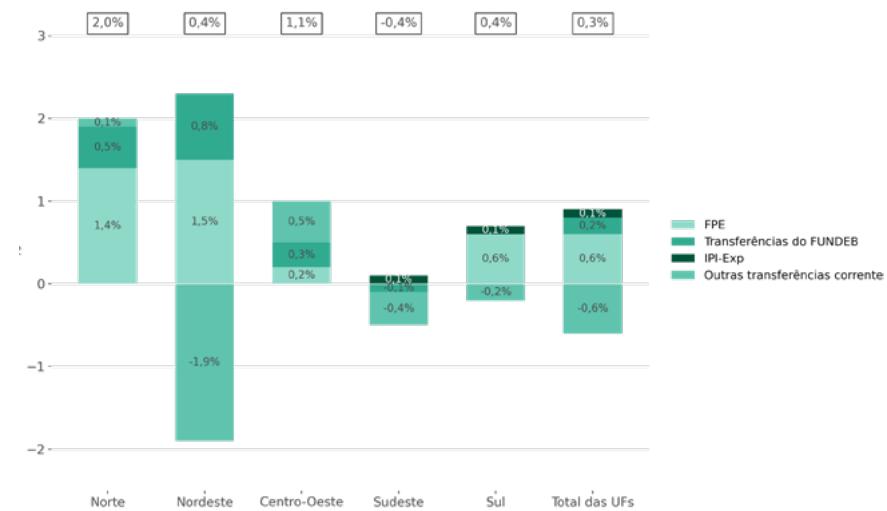
## Receitas de Transferências

O gráfico 38 elucida a decomposição das receitas de transferências, com destaque para as transferências do FPE, do Fundeb e o IPI-Exportações, enquanto o resto das rubricas foram reunidas nas ‘Outras transferências correntes’. Nota-se que as **transferências do FPE** tiveram variação positiva e mais significativa no Norte e no Nordeste – contribuindo com 1,4% e 1,5% da RCL de cada região, respectivamente. A distribuição desse resultado segue um padrão de repasse do fundo, uma vez que esse funciona como um mecanismo de equalização fiscal entre as unidades federativas. Além disso, o próprio montante total repassado por esse fundo é oriundo, necessariamente, do desempenho da arrecadação de impostos da União. Esse desempenho desacelerou em relação a 2024: a título de comparação, como apontado na segunda edição deste Boletim (p.69), os repasses do FPE em 2024 contribuíram com 3,9% e 4,0% para o crescimento da RCL nas regiões Norte e Nordeste.

Em relação às receitas de **transferências do Fundeb**, é preciso atentar que a composição do fundo é dividida entre a contribuição dos estados e municípios e uma complementação da União, porém na base de dados dos RREO bimestrais a rubrica “Transferências do Fundeb” comprehende apenas o retorno de parte dos valores que os estados contribuem. E esses valores contribuídos pelos estados (por meio de deduções de 20% de diversas receitas) são oriundos majoritariamente pelo dinamismo da arrecadação tributária (estadual e também municipal) no território (e, onde FPE/FPM é relevante,

a arrecadação da União), além de um fator intrínseco ao fundo relativo à partilha de competências entre estado e municípios em relação à política de educação no território (que em geral não varia muito de um ano para o outro). Nesse sentido, o padrão regional se repete para o ano de 2025 e também é visível no gráfico 38, à medida que as composições significativas à RCL são das regiões, com 0,5% no Norte e 0,8% no Nordeste.

**Gráfico 38 – Decomposição da variação real das receitas de transferência em proporção da RCL por região (outubro 2025/outubro 2024)**



Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 3, 5º bimestre 2025 e 2024, a preços constantes de dez/2024 corrigidos pelo IPCA.

A rubrica “Outras Transferências” engloba as demais transferências constitucionais (com significativos repasses do SUS e do FNDE, por exemplo) e aquelas que são denominadas voluntárias e/ou que não representam montante significativo de recursos, e/ou que não são recorrentes. O Nordeste apresentou uma variação negativa muito significativa da rubrica, fator que prejudicou consideravelmente a variação das receitas de transferências total e, consequentemente, da RCL da região. Sudeste, Sul e Norte também apresentaram resultados negativos na rubrica, de - 0,4%, -0,2% e -0,1%, respectivamente. Apenas o Centro-Oeste obteve um resultado positivo, de 0,5% nessa rubrica no período.

Em relação às Outras Transferências, com base nos dados das [Contas Anuais de 2024](#), o valor da rubrica em diversos estados da região Nordeste em 2024 tinha como um dos fatores explicativos recebimento de transferências decorrentes de decisão judicial (precatórios) relativas ao Fundeb, no valor total de R\$ 9,2 bilhões (equivalente a 3,5% da RCL da região no ano de 2024). Consultadas, as administrações fazendárias informaram que o regime de pagamento desses valores, relativos a repasses incorretos no período de 1998-2006 da União para os estados e municípios relacionados ao antigo Fundef (predecessor do atual Fundeb), é regido pelo art. 4º da EC nº 114/21 e implica em 3 parcelas anuais, cujo início do pagamento depende de cada ação judicial. Os dados das Contas Anuais evidenciam na Bahia, no Ceará e em Pernambuco (3 grandes economias da região) o recebimento desses recursos em 2022, 2023 e 2024, em proporções conforme a legislação citada. Assim, algumas UFs já terminaram de receber certas ações volumosas em 2024 (o

que explica a forte queda das “Outras transferências” em 2025), mas outras, como Alagoas, ainda recebem em 2025.

Do mesmo modo, o Rio Grande do Sul recebeu, em 2024, “Outras transferências” da **LC 201/23 de compensação do ICMS** em valor equivalente a 1,1% da RCL do ano (R\$ 674 milhões de acordo com o portal de transparência da STN), rubrica que não se repetiu em 2025.

Ao mesmo tempo, as transferências obrigatórias da União relativas a **emendas individuais e de bancada** tiveram forte redução. No acumulado até outubro de 2024 essas emendas eram R\$ 2,5 bilhões (0,3% da RCL) e, no mesmo período de 2025, de R\$ 1,4 bilhões (valores a preços de out./2025). Dados da STN apontam valores um pouco maiores (R\$ 3,4 bilhões no acumulado até outubro de 2024 e R\$ 2,7 bilhões no mesmo período de 2025), mas com a mesma tendência de contração intensa de 23%. De toda forma, a queda real nessas rubricas impacta com uma redução de apenas 0,2% na RCL. Note-se que, pelos dados da STN, em 2024 e 2025 as emendas para os municípios representaram valores 4 e 7 vezes maiores, respectivamente, inclusive tendo crescimento real de 26% em 2025.

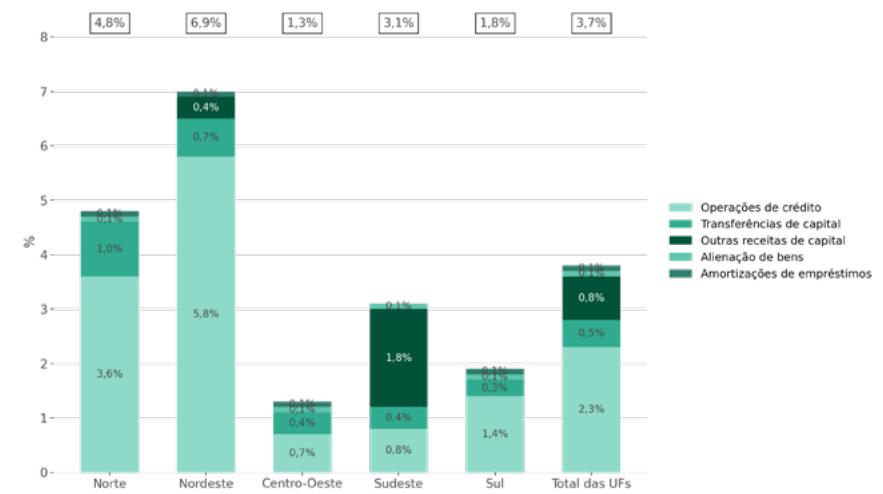
Em paralelo, com base nos dados de transferências da STN, as **complementações da União ao Fundeb** (no total equivalentes a 0,7% da RCL agregada das UFs) tiveram aumento real de 12% no período.

Observe-se ainda que todas as UFs ainda estão recebendo parcelas da **LC 176/2020**, com valores em média ao redor de 0,3%, mas com grandes variações entre as UFs (no Mato Grosso os valores chegam a mais de 1% da RCL).

## Receitas de capital

Separadamente, obtemos as receitas de capital em proporção da RCL acumulada no ano (até outubro de 2025), que, diferente da metodologia utilizada até então, não compara a variação em relação ao ano anterior. O gráfico 39 e a tabela 16 lançam luz sobre as significativas operações de crédito que vêm ocorrendo sobretudo nas regiões Norte e Nordeste. No Nordeste, as operações de crédito significaram 5,8% da RCL – valor bastante significativo; no Norte, 3,6% da RCL da região. Para além desses resultados mais significativos, o estado que mais chama atenção no restante das regiões é o Rio Grande do Sul, onde as operações de crédito representaram 2,7% da RCL.

**Gráfico 39 – Composição das receitas de capital em proporção da RCL por região – 2025**



Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 1, 5º bimestre/2025.

Além disso, em mais um ano, as “Outras receitas de capital” também compuseram as receitas de capital do Sudeste de maneira a deslocar das demais regiões. Na segunda edição deste Boletim, “Outras receitas de capital” representaram 1,5% da RCL da região em 2024, mas em 2025, como vimos, representaram 1,8%. O principal estado responsável por esse resultado é o Rio de Janeiro, com 2,9%, dos quais parte significativa se deve às receitas de depósitos judiciais.

**Tabela 17 – Composição das receitas de capital em proporção da RCL por UF – 2025**

	Alienação de bens	Amortizações de empréstimos	Operações de crédito	Outras receitas de capital	Transferências de capital	Total Receita de capital
<b>Norte</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>3,6%</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>4,8%</b>
AC	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%	1,3%	1,7%
AM	0,0%	0,0%	5,2%	0,0%	0,3%	5,5%
AP	0,0%	0,0%	3,3%	0,0%	2,0%	5,4%
PA	0,0%	0,0%	6,1%	0,0%	1,8%	7,9%
RO	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,3%
RR	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	1,2%
TO	0,3%	0,0%	1,9%	0,0%	0,4%	2,7%
<b>Nordeste</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>5,8%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,7%</b>	<b>6,9%</b>
AL	0,0%	0,0%	7,3%	0,0%	0,1%	7,4%
BA	0,0%	0,2%	5,0%	0,8%	0,8%	6,9%
CE	0,0%	0,1%	7,8%	0,0%	0,7%	8,7%
MA	0,0%	0,0%	2,8%	0,4%	0,2%	3,4%
PB	0,0%	0,1%	2,6%	0,5%	0,5%	3,7%
PE	0,0%	0,0%	5,6%	0,5%	0,2%	6,3%
PI	0,0%	0,0%	18,4%	0,0%	2,2%	20,7%
RN	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,8%	1,3%
SE	0,1%	0,0%	5,4%	0,0%	0,8%	6,3%

<b>Centro-Oeste</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,3%</b>
DF	0,3%	0,1%	0,7%	0,0%	0,4%	1,4%
GO	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,2%
MS	0,2%	0,1%	1,7%	0,0%	1,0%	3,0%
MT	0,1%	0,0%	1,0%	0,0%	0,3%	1,4%
<b>Sudeste</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,8%</b>	<b>0,4%</b>	<b>3,1%</b>
ES	0,1%	0,0%	1,8%	0,4%	4,9%	7,3%
MG	0,0%	0,1%	0,0%	1,8%	0,1%	2,1%
RJ	0,0%	0,2%	0,0%	2,9%	0,1%	3,1%
SP	0,1%	0,0%	1,3%	1,5%	0,1%	3,0%
<b>Sul</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,4%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,3%</b>	<b>1,8%</b>
PR	0,0%	0,1%	0,3%	0,0%	0,4%	0,8%
RS	0,1%	0,1%	2,7%	0,0%	0,3%	3,2%
SC	0,1%	0,2%	1,3%	0,0%	0,2%	1,7%
Total das UFs	0,1%	0,1%	2,3%	0,8%	0,5%	3,7%

Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) - Anexo 1, 5º bimestre/2025, a preços constantes de out/2025 corrigidos pelo IPCA.

## Despesas

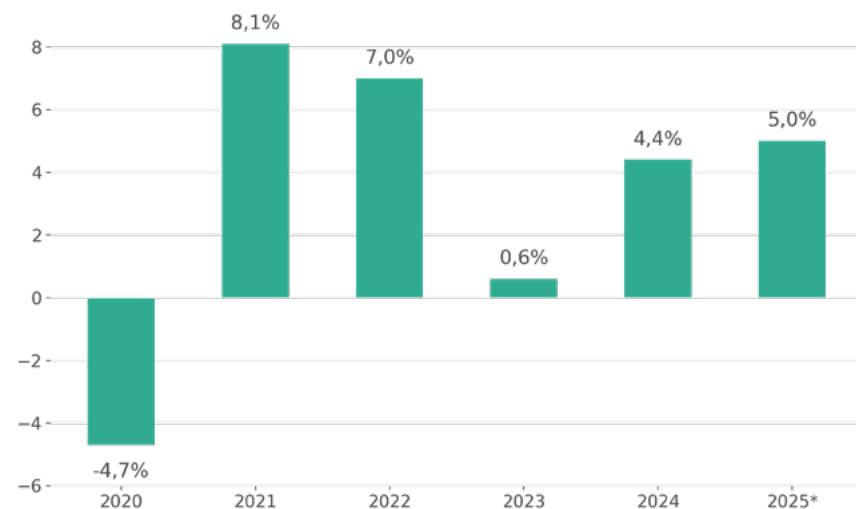
De forma análoga à análise das receitas, são apresentadas as despesas empenhadas das UFs obtidas nos RREO de 2019 a 2024, mas, em 2025, além da análise se limitar aos cinco primeiros bimestres do ano (último dado disponível), o critério empregado para apresentação das despesas é o das despesas liquidadas.

Tal escolha metodológica se justifica pela dinâmica da execução orçamentária das despesas públicas. Para anos fechados, empenhos representam o compromisso do poder público com aquelas despesas, pois empenhos que encerram o exercício financeiro ainda sem pagamento serão inscritos em restos a pagar (em geral Restos a Pagar “processados” se tiverem sido liquidados, mas também podendo ser “não processados” se não houve liquidação). Por outro lado, considerando um exercício financeiro em aberto, a análise pelo empenho se torna menos adequada, uma vez que o ritmo de empenho ao longo do ano não precisa ser em conformidade com as liquidações e pagamentos, mas pode variar muito entre Unidades Orçamentárias e entre UFs, com alguns orçamentos empenhados integralmente no início do exercício, e outros apenas ao decorrer do mesmo. Além disso, são possíveis anulações de empenhos ao longo do exercício. Já a liquidação, por sua vez, representa a confirmação do órgão estadual de que determinado serviço foi prestado, ou determinado bem foi entregue, de modo que as liquidações de despesa, via de regra, não podem ser desfeitas.

Assim como a RCL, a série histórica das despesas empenhadas pelo conjunto das UFs demonstra flutuações significativas nos últimos anos. Após uma retração de 4,7% em termos reais para o exercício de 2020, caracterizado pela pandemia, os dois anos seguintes são marcados por uma forte aceleração das despesas no conjunto das UFs, atingindo crescimentos reais de 8,1% e 7% em 2021 e 2022, respectivamente. Em 2023 há uma certa estabilidade, com baixíssimo crescimento real de cerca de 0,6% (em paralelo à queda na RCL deste ano), mas os dispêndios voltam a acelerar em 2024, com 4,4% – ritmo que parece se manter em 2025 pelo desempenho até outubro das liquidações das despesas, que apontam um crescimento real por volta de 5%.

**crescimento real  
por volta de  
5%**

**Gráfico 40 – Evolução das despesas liquidadas (2019 a 2025)\***



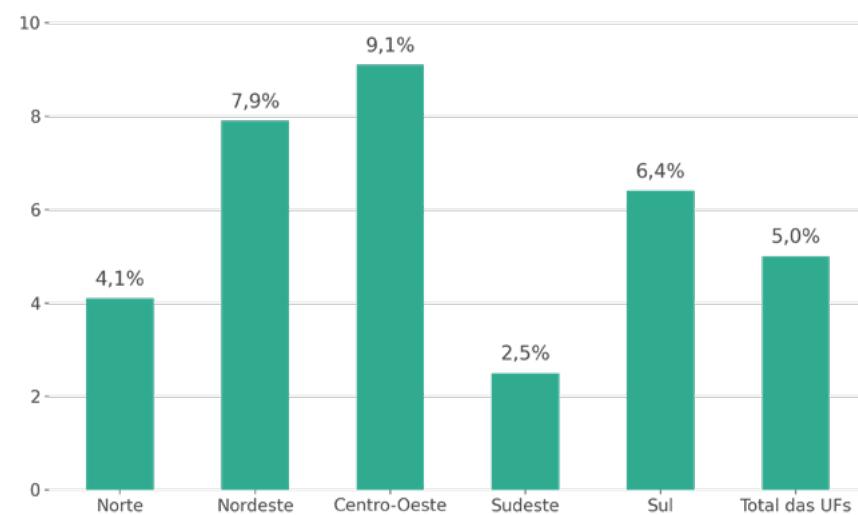
Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 1, 6º bimestre 2019–2024 e 5º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de out/25 corrigidos pelo IPCA.

\*Despesas liquidadas até 5º bimestre de 2025

O crescimento real de 5% em 2025, apresentado no gráfico 40, é fruto da comparação entre o total das despesas liquidadas até o 5º bimestre do ano contra o liquidado do mesmo período do ano anterior, com valores a preços constantes de outubro de 2025. O resultado agregado pode ser analisado separadamente por região, que, como de costume, acusa diferenças regionais significativas na execução das despesas públicas.

Centro-Oeste e Nordeste voltam a puxar o resultado agregado para cima, apontando crescimentos reais de 9,1% e 7,9%, respectivamente. A região Sul também apresenta um crescimento acima da média agregada, com aumento real de 6,4% nas despesas liquidadas frente ao mesmo período de 2024. Já as regiões Norte e Sudeste também apresentam crescimento real das despesas, porém abaixo da média nacional, com valores de 4,1%, e 2,5%, respectivamente.

**Gráfico 41 – Crescimento real das despesas liquidadas por região (out. 2025/ out./2024)**



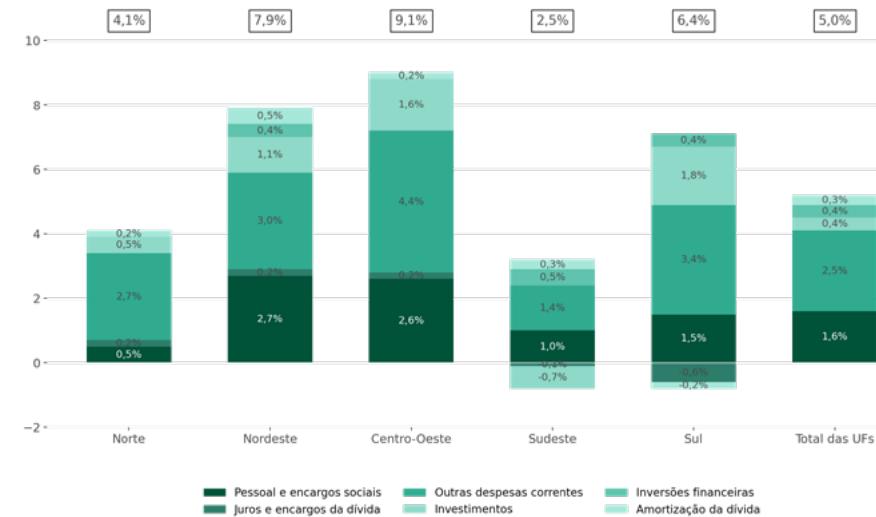
Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 1, 5º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de out/25 corrigidos pelo IPCA.

A variação das despesas realizadas se refere ao total de despesas liquidadas, exceto despesas intraorçamentárias, sobre o total do exercício anterior, neste caso o acumulado até outubro de 2024.

O cenário da despesa com pessoal e encargos sociais se alterou consideravelmente desde o mesmo período de 2024. Isso porque na segunda edição deste boletim foi possível averiguar uma variação positiva (2,7%) da rubrica na região Norte, que agora variou apenas 0,5%. O Nordeste havia apresentado variação negativa de 4,6% na região, e agora variou 2,7% positivamente em relação à despesa total de 2024.

Outra rubrica relevante na composição das despesas são as “Outras despesas correntes” (ODC). Essa manteve o padrão da segunda edição, com as maiores variações no Nordeste (3,0%), Centro-Oeste (4,4%) e Sul (3,4%). Nestas mesmas regiões os investimentos também contribuíram na variação das despesas, com aumentos de 1,1%, 1,6% e 1,8%, respectivamente – rubrica que será mais aprofundada posteriormente.

**Gráfico 42 – Decomposição da variação real das despesas liquidadas por região e GND (out. 2025 / out. 2024)**



Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 1, 5º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de jul/25 corrigidos pelo IPCA.

A variação real das despesas liquidadas teve heterogeneidade relevante entre as UFs, tanto em termos de intensidade quanto de composição do crescimento. Um grupo observou expansão concentrada em ODC, com investimentos nulos ou negativos e contribuição moderada das despesas de pessoal para o total de despesas. Em São Paulo, por exemplo, o crescimento total foi de 1,8%, sustentado por ODC (+0,9%) e retração do investimento (-1,2%). No Rio de Janeiro, a despesa cresceu apenas 1,1% - o avanço das ODC (+3,0%) foi compensado pela forte queda dos juros (-2,0%) e pelo baixo dinamismo do investimento (+0,1%). Perfil semelhante é observado na Bahia (+4,4%, com ODC em +2,3% e investimento em -0,6%) e no Amazonas (+3,0%, com investimento negativo em -0,6%).

Outro grupo apresentou expansão mais ampla das despesas com pessoal, ODC e investimentos. A Paraíba registrou crescimento de 14,7%, com forte contribuição das ODC (+6,8%) e dos investimentos (+3,0%). Nas Alagoas, a despesa cresceu 12,2%, com destaque para pessoal (+6,4%) e custeio (+3,9%). O Maranhão apresentou expansão de 9,3%, sustentada por investimento expressivo (+4,7%). Paraná também se enquadra nesse grupo, com crescimento de 9,0%, associado a custeio (+5,0%) e investimento (+2,5%). Mas o destaque fica por conta do estado de Goiás, com crescimento de 19,4%, puxado por ODC (+8,8%) e investimentos (+5,5%).

Enquanto isso, algumas UFs apresentam crescimento moderado, combinado com redução de despesas financeiras. No Rio Grande do Sul, o crescimento foi de 3,3%, apesar da queda expressiva dos juros (-1,6%) e da amortização (-0,7%), compensadas por aumento do pessoal (+2,3%) e do custeio (+1,5%). Por fim, observa-se um grupo de UFs com crescimento agregado muito baixo, resultante de compensações entre rubricas. Roraima apresentou crescimento de apenas 0,2%, com retração do investimento (-1,0%) e das despesas financeiras, compensadas parcialmente pelo pessoal (+1,2%). Mato Grosso cresceu 2,6%, apesar da queda do investimento (-0,8%) e das inversões financeiras (-0,7%).

Tabela 18 – Decomposição da variação real das despesas liquidadas por UF, Região e GND (out. 2025 / out. 2024)

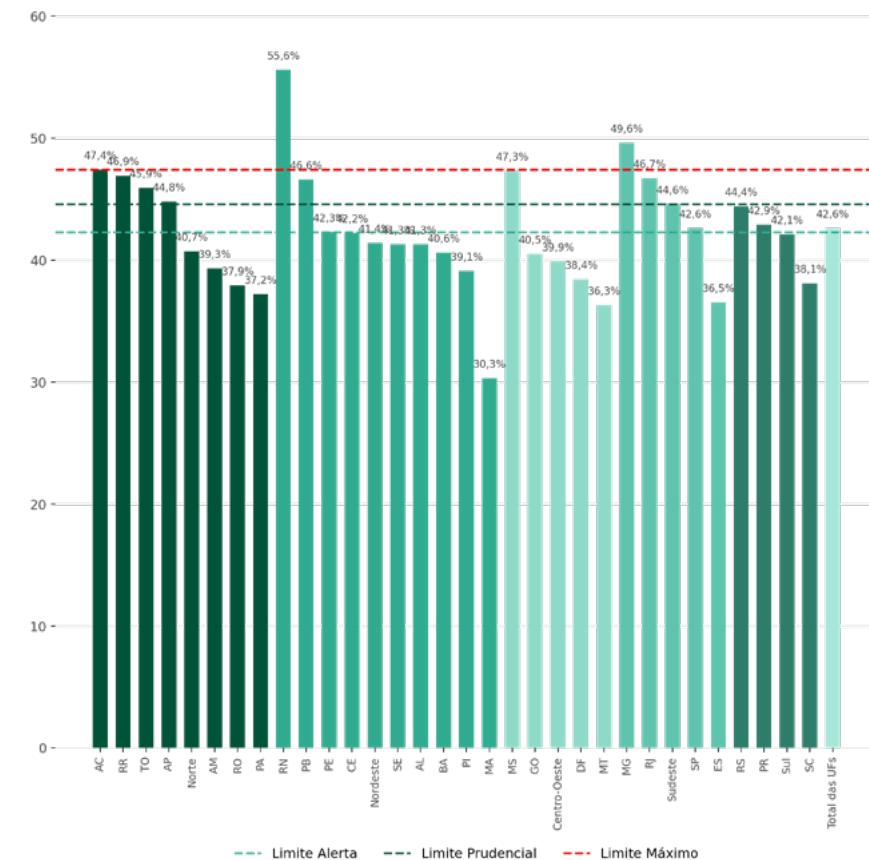
	Pessoal e encar-gos sociais	Juros e encargos da dívida	Outras despesas correntes	Investimentos	Inversões finan-ceiras	Amortização da dívida	Total da despesa liquidada
<b>Norte</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,2%</b>	<b>2,7%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,2%</b>	<b>4,1%</b>
AC	1,5%	-0,3%	3,1%	1,5%	-0,1%	-0,3%	5,4%
AM	0,5%	0,0%	<b>2,7%</b>	-0,6%	0,0%	0,4%	<b>3,0%</b>
AP	-3,4%	0,5%	8,2%	<b>3,0%</b>	0,0%	-0,6%	7,7%
PA	-1,2%	0,5%	2,1%	<b>2,1%</b>	-0,2%	0,5%	<b>3,9%</b>
RO	6,4%	0,0%	4,2%	-1,2%	0,0%	0,0%	<b>9,4%</b>
RR	1,2%	<b>0,2%</b>	0,0%	-1,0%	-0,1%	-0,1%	0,2%
TO	2,1%	0,1%	<b>1,0%</b>	-1,9%	0,1%	0,3%	1,8%
<b>Nordeste</b>	<b>2,7%</b>	<b>0,2%</b>	<b>3,0%</b>	<b>1,1%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,5%</b>	<b>7,9%</b>
AL	6,4%	0,2%	3,9%	<b>1,0%</b>	-0,2%	0,9%	<b>12,2%</b>
BA	1,8%	0,2%	<b>2,3%</b>	-0,6%	0,1%	0,4%	<b>4,4%</b>
CE	2,5%	-0,4%	3,6%	0,6%	<b>0,2%</b>	-0,3%	6,3%
MA	2,3%	0,0%	2,8%	4,7%	<b>0,2%</b>	-0,7%	9,3%
PB	4,3%	0,1%	6,8%	3,0%	0,5%	0,0%	<b>14,7%</b>
PE	1,9%	0,2%	2,3%	1,8%	1,4%	0,5%	<b>8,1%</b>
PI	0,6%	2,3%	2,4%	0,7%	1,2%	1,0%	<b>8,2%</b>
RN	6,7%	0,4%	<b>1,0%</b>	-1,7%	<b>0,0%</b>	0,4%	<b>6,9%</b>
SE	2,5%	-0,1%	4,8%	<b>2,3%</b>	-0,2%	4,1%	<b>13,4%</b>

<b>Centro-Oeste</b>	<b>2,6%</b>	<b>0,2%</b>	<b>4,4%</b>	<b>1,6%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,2%</b>	<b>9,1%</b>
DF	0,7%	-0,1%	3,2%	0,6%	0,0%	0,0%	4,4%
GO	4,2%	0,3%	8,8%	5,5%	0,0%	0,6%	19,4%
MS	4,8%	0,0%	1,0%	-0,5%	1,0%	0,4%	6,8%
MT	1,1%	0,4%	2,6%	-0,8%	-0,7%	0,0%	2,6%
<b>Sudeste</b>	<b>1,0%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>1,4%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,3%</b>	<b>2,5%</b>
ES	1,7%	0,0%	3,1%	0,1%	-0,4%	0,0%	4,6%
MG	1,2%	1,8%	1,3%	-0,1%	0,0%	1,4%	5,6%
RJ	0,0%	-2,0%	3,0%	0,1%	0,0%	-0,1%	1,1%
SP	1,1%	-0,1%	0,9%	-1,2%	0,9%	0,2%	1,8%
<b>Sul</b>	<b>1,5%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>3,4%</b>	<b>1,8%</b>	<b>0,4%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>6,4%</b>
PR	1,0%	0,0%	5,0%	2,5%	0,4%	0,1%	9,0%
RS	2,3%	-1,6%	1,5%	1,4%	0,5%	-0,7%	3,3%
SC	1,2%	-0,1%	3,7%	1,6%	0,3%	0,1%	6,7%
Total das UFs	1,6%	0,0%	2,5%	0,4%	0,4%	0,3%	5,0%

Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) - Anexo 1, 5º bimestre 2024 e 2025, a preços constantes de jul./25 corrigidos pelo IPCA.

As despesas com pessoal requerem acompanhamento atento devido ao seu peso fiscal, às características de sua dinâmica e à estreita definição de seus limites legais. Primeiramente, deve ser considerada em face à RCL, destacando os limites definidos pela LRF, conforme pode ser observado no gráfico 43. A grande maioria das UFs posiciona-se em uma faixa segura quanto à proporção de suas despesas líquidas com pessoal em relação às respectivas RCLs. Apenas 10 UFs estão acima do limite de alerta, e apenas Minas Gerais e Rio Grande do Norte ultrapassam o limite de 49% da RCL – conforme a segunda edição deste boletim, Minas Gerais estava abaixo do limite de alerta em 2024.

**Gráfico 43 – Despesa Líquida com Pessoal sobre Receita Corrente Líquida Ajustada – Poder Executivo (2025)**



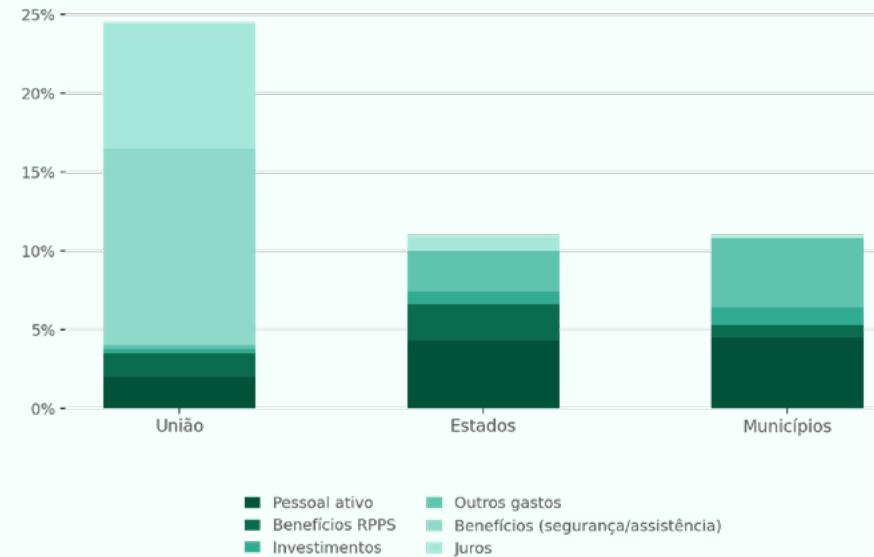
Fonte: Relatório de Gestão Fiscal (RGF) – Anexo I, 2º quadrimestre/2025. Despesas liquidadas do Poder Executivo, incluindo inscritas em restos a pagar não processados.



## Comparativo das despesas por esfera de governo

Na análise das despesas do setor público é importante ter em mente o papel dos estados no arranjo federativo, situando o nível de gasto relativo desta esfera de governo em diferentes áreas em relação à União e aos municípios. Tal análise é possível pelas Estatísticas Fiscais do Governo Geral. O ano escolhido foi o de 2024, representando uma estrutura que não deve variar tanto de um ano para o outro. Neste cenário, a União apresenta volumes de gastos maiores, mas com características bem específicas.

Gráfico 44 – Comparativo de despesas na federação – 2024 – %PIB



Fonte: Estatísticas Fiscais de Governo Geral.

Embora os gastos com juros sejam mais expressivos no âmbito federal – tendo alcançado cerca de 8% do PIB em 2024 –, a elevação da taxa Selic nos últimos dois anos também teve impactos relevantes sobre as finanças estaduais. Esse dispêndio corresponde a quase 1% do PIB e constitui um componente significativo do gasto dos entes subnacionais, sendo a dívida junto à União responsável pela maior parcela desse montante.



Além de significativos volumes de juros relativos à rolagem da dívida pública federal, com suas funções relacionadas à política monetária do país, a União é responsável por grande volume de benefícios com segurança e assistência – relativos aos gastos do INSS com o RGPS, de programas assistenciais como o Bolsa Família, e do FGTS – compondo 11,3% do PIB. De fato, excluindo esses grandes programas, e a questão da dívida pública, os demais gastos federais com pessoal, investimentos, benefícios de servidores, e restantes, somam cerca de 5% do PIB – enquanto nos estados e municípios estas rubricas alcançam em torno de 10% do PIB cada.

A despesa com pessoal ativo é uma rubrica que tem a participação dos estados e municípios mais significativa em relação à União, seguindo a maior quantidade de servidores das esferas subnacionais, ainda que com remunerações inferiores. Assim, enquanto a União compõe aproximadamente 19% dos gastos com pessoal ativo em 2024, os estados compõem 40% e os municípios 41% (2,0%, 4,3% e 4,5% do PIB respectivamente).

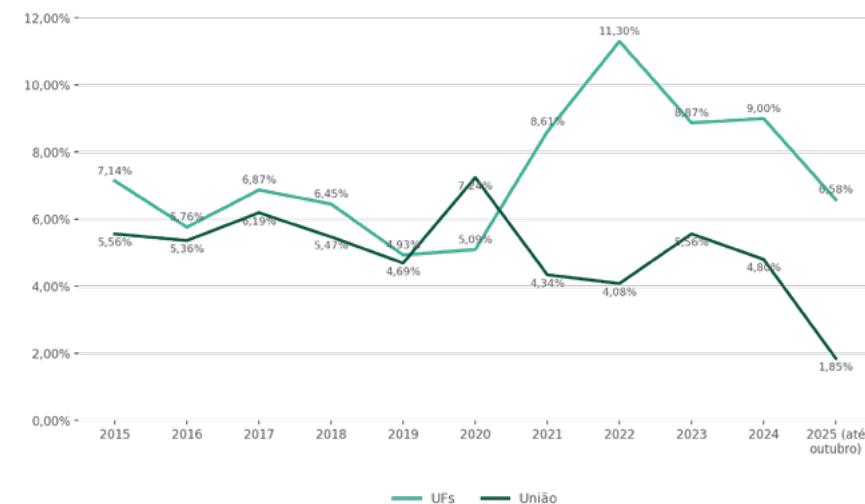
O gasto com benefícios relativos aos sistemas de previdência para servidores (RPPS) aparecem em todas as esferas, de forma relativamente proporcional ao gasto com pessoal ativo, exceto pelo seu valor menor nos municípios (0,8% do PIB). Os gastos dos estados com a rubrica compõem 2,4% do PIB, enquanto da União compõem 1,4%.

Os investimentos foram analisados anteriormente e como se reafirma no gráfico 44, têm participação crescente dos estados e municípios.

## Despesas com Investimentos

A análise separada dos investimentos se justifica pela relevância econômica desse tipo de despesa, que, em alguns casos, pode acarretar implicações fiscais que perdurem por mais um exercício financeiro, tanto pelo lado da despesa quanto pelo lado das receitas. O gráfico 45 continua análise da segunda edição deste boletim, comparando a série histórica de investimento sobre RCL dos estados como um todo e da União. Ressalte-se que, em 2025, o critério é pela despesa liquidada e que, para os investimentos públicos, os valores ao longo do ano podem não ser representativos do que será o fechamento do exercício. De toda forma, em ambas as esferas de governo, até outubro de 2025, o indicador cai significativamente em relação ao de 2024, o que está em linha com as demais análises desenvolvidas até aqui sobre desaceleração geral.

**Gráfico 45 – Investimento sobre Receita Corrente Líquida (2015-2025)**

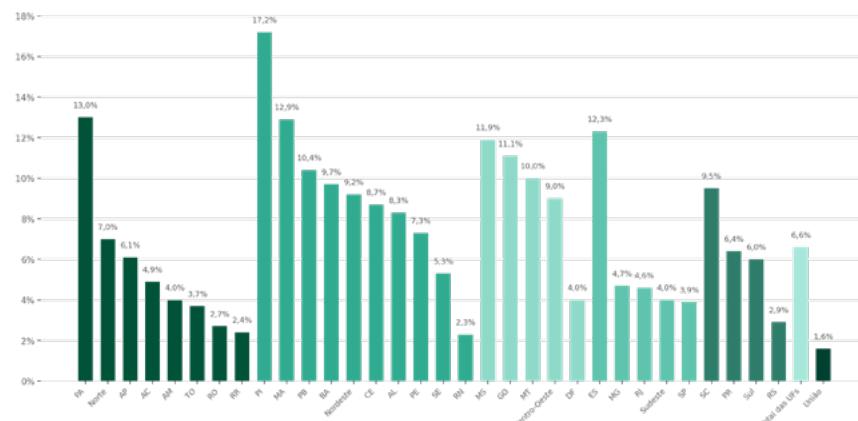


Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 1, 5º bimestre 2025, a preços constantes de out/25 corrigidos pelo IPCA; RREO Governo Federal e outros demonstrativos.

Já o gráfico 46 apresenta os valores de [investimento liquidado como proporção da RCL](#) até outubro de 2025. A análise regionalizada demonstra um padrão de distribuição desigual do indicador, com as regiões Nordeste (9,2%, com extremos no Piauí com 17,2% e Rio Grande do Norte com 2,3%), Centro-Oeste (9,0%, bastante homogêneo à exceção do Distrito Federal), e em menor medida a Norte (7,0%, puxado sobretudo pelo Pará, com 13,0%, e o restante

bem abaixo) acima da média nacional de 6,6%. Já as regiões Sul, com 6,0% (bastante desigual, tendo Santa Catarina com 9,5% e Rio Grande do Sul com 2,9%), e Sudeste, com 4,6% (dos quais São Paulo é o menor com, 3,9%, e o Espírito Santo o maior, com 12,3%), estão abaixo da média da federação.

**Gráfico 46 – Investimento liquidado sobre Receita Corrente Líquida (2025)**



Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexo 1, 5º bimestre 2025, a preços constantes de out/25 corrigidos pelo IPCA; RREO Governo Federal e outros demonstrativos.

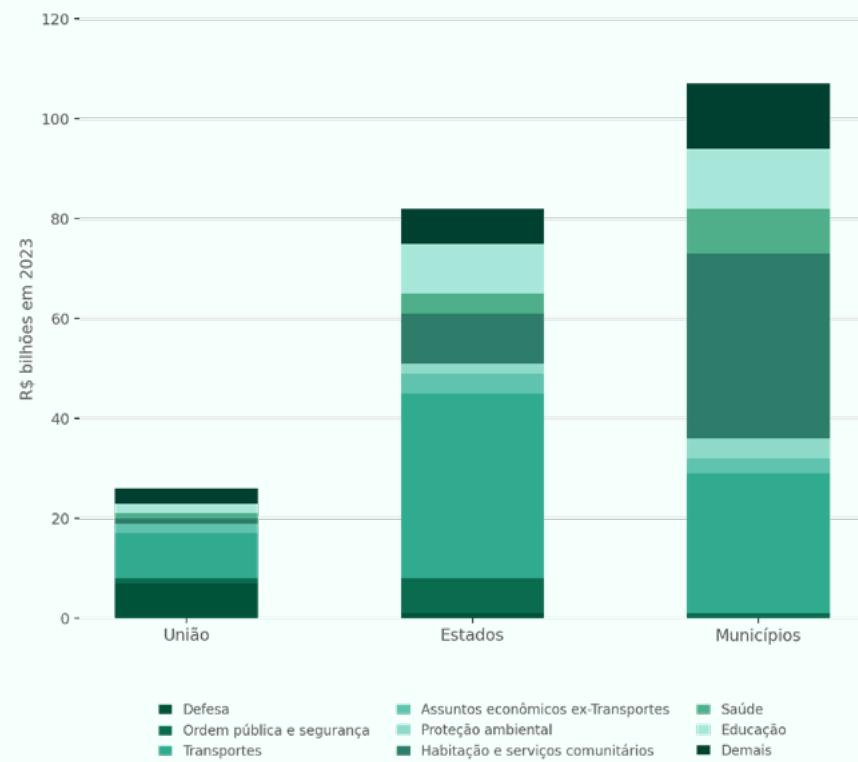


## Composição dos investimentos subnacionais

Nos últimos anos tem ocorrido uma mudança significativa no padrão nos investimentos públicos. Para além do seu volume, que vem se expandido recentemente, a sua composição entre as esferas vem se alterando consideravelmente. Como ressaltado na segunda edição deste *Boletim Fiscal dos Estados Brasileiros* (2025, p. 94-95), se em 2018 as três esferas investiam montantes equivalentes, ao redor de 0,5% do PIB cada, de 2018 a 2024 os investimentos de estados e municípios praticamente dobraram como proporção do PIB, enquanto os da União se mantiveram no mesmo patamar. O processo tem ensejado o interesse crescente pelo detalhamento desses investimentos subnacionais, devido a sua característica descentralizada.

A fim de aprofundar a análise, foi utilizada a base de dados da STN que realiza uma desagregação das despesas por função e por esfera de governo. O gráfico 47 ilustra a mudança nos investimentos em direção aos entes subnacionais, mas principalmente decompõe esses investimentos por função, detalhando-o segundo a classificação por Função de Governo (COFOG – *Classification of Functions of Government*) da OCDE/ONU.

**Gráfico 47 – Investimentos por função e por esfera de governo (2023)**



Fonte: Despesa por Função do Governo Geral – Classificação COFOG (*Classification of Functions of Government*) da OCDE/ONU. Valores a preços de dezembro de 2023.



Os investimentos em Defesa se devem principalmente à União, que somou, no ano de 2023, R\$ 6,5 bilhões em termos reais, direcionados majoritariamente à defesa militar. Em âmbito similar seguem os investimentos em Ordem pública e segurança, que é uma despesa atribuída principalmente aos estados – uma vez que são responsáveis diretos pelo policiamento – e, em menor medida, à União. Nesse sentido, para o ano de 2023, enquanto os estados despenderam R\$ 7,3 bilhões, a União gastou R\$ 1,7 bilhões.

A despesa com investimentos em transporte é uma rubrica recorrente nas três esferas de poder, sendo preponderante nos estados, seguido dos municípios e, em menor escala da União. No total despendido, os estados foram responsáveis por 50% dos investimentos em transporte – participação correspondente a R\$ 36 bilhões, os municípios por 38,5% e a União por 12%.

A classificação de “Assuntos Econômicos”, excetuada a subfunção “Transporte”, é menos significativa e se refere a atividades governamentais que promovem objetivos econômicos gerais, segundo classificação do COFOG, ou seja, se trata de investimentos atinentes à intervenção direta do Estado na economia. Nesse sentido, a atuação dos estados também é a mais relevante, apesar de não destoar tanto dos municípios e da União.

No que se refere aos investimentos em proteção ambiental, os municípios, seguidos dos estados, têm atuação mais significativa no gasto com gestão de resíduos, proteção e pesquisa na área somando R\$ 4,1 bilhões e R\$ 1,7 bilhão, respectivamente.

Os investimentos em habitação e serviços comunitários é uma frente, junto aos investimentos em transporte, determinante do nível de investimento dos municípios frente às demais esferas. Isso é compreensível, dada a competência municipal de formulação de política habitacional – enquanto os programas e linhas de financiamento ficam a cargo dos governos federal e estadual. No ano de 2023, os municípios brasileiros investiram juntos R\$ 36 bilhões, os estados R\$ 7,9 bilhões e a União R\$ 1,3 bilhão.

Os investimentos em saúde, dada a responsabilidade do município de fornecer serviços do SUS a nível local, seguem parcialmente esse padrão, mas com presença bem mais relevante dos estados, dado o atendimento à população ser uma competência partilhada na federação. Nesse sentido, os municípios investiram R\$ 9,3 bilhões em saúde no ano de 2023, os estados R\$ 3,9 bilhões e a União R\$ 1,5 bilhão. Na educação, com atribuições de porte quase equivalente entre estados e municípios, a soma foi de R\$ 12,7 bilhões dos municípios – valor que representa 53% dos investimentos na área, R\$ 9,5 bilhões dos estados e R\$ 1,7 bilhão da União.

Os demais gastos com investimentos incluem serviços públicos gerais, lazer cultura e religião e proteção social e, mais uma vez, tem um volume maior atribuído aos municípios, seguido dos estados e, por último, da União.

## Resultado Primário

A análise das receitas e despesas públicas, abordadas nas seções anteriores, constitui a base para compreender a dinâmica fiscal dos entes subnacionais. No entanto, é na convergência entre esses fluxos e outros elementos estratégicos que se revela a saúde fiscal e financeira dos estados. Esta subseção explora como tais variáveis interagem, moldando os resultados fiscais e abordando o debate da subseção seguinte sobre a sustentabilidade da dívida pública dos estados.

Nessa toada, é imprescindível a avaliação do resultado primário, uma vez que indica a capacidade de gerar as receitas necessárias para custear despesas correntes e investimentos sem que seja comprometida a capacidade de administrar o estoque de dívida existente. Inicialmente, é importante destacar que o resultado primário é calculado a partir do encontro das receitas primárias com as despesas primárias pagas, que são conceitualmente diferentes da receita corrente líquida e das despesas empenhadas/liquidadas apresentadas até então. O critério primário exclui as receitas e despesas financeiras, e o critério valor pago para as despesas se diferencia do valor empenhado (e do liquidado) por ser a última fase da despesa (em que os valores são efetivamente debitados da conta do ente), incluindo ainda, para o cálculo do resultado primário, o pagamento de Restos a Pagar de anos anteriores. Na segunda edição desse boletim (pp.99-100) foram analisadas estas diferenças metodológicas.

Importante também destacar que, como nas análises anteriores, estão incluídas as receitas e despesas atinentes ao Regime Próprio de Previdência dos Servidores (RPPS), as quais desde a mudança recente nesse anexo do RREO, não deverão ser computadas para o cálculo das variações da dívida consolidada do ente. Contudo, na análise da segunda edição deste boletim (p.112), foi visto que, atualmente, o conceito de resultado primário “sem RPPS” adiciona dificuldades para explicar a variação da dívida consolidada. Assim sendo, mantemos a análise centrada na dinâmica do resultado primário (critério valor pago) “com RPPS”.

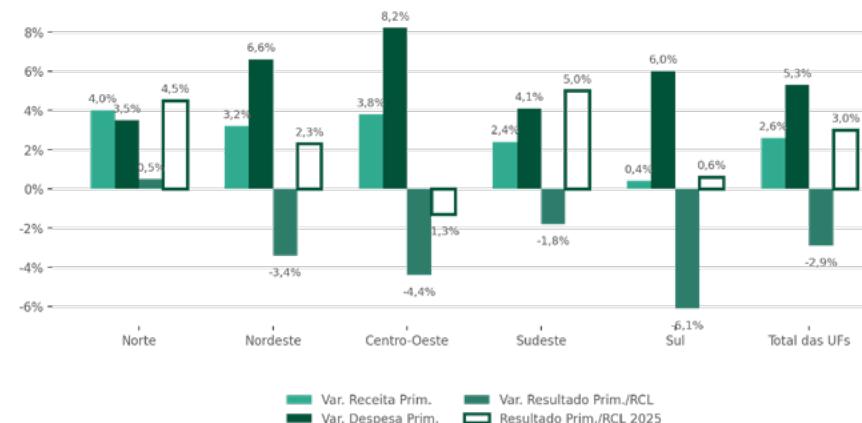
Conforme o gráfico 47, portanto, o acumulado até outubro de 2025 apresentou uma redução geral do resultado primário de 2,9 pontos percentuais (p.p.), caindo de um resultado primário de 5,8% da RCL em 2024 (até outubro) no agregado das UFs, para 3,0% em 2025. Essa queda foi determinada pelo crescimento maior das despesas primárias (5,3%) frente às receitas primárias (2,6%).

Evidentemente, tais considerações possuem grandes diferenças regionais. Mas o Nordeste, de fato, seguiu uma dinâmica parecida com a média nacional, com crescimento das despesas de 6,6% ante um crescimento das receitas de 3,2%, determinando um resultado primário/RCL de 2,3% em 2025. Já no Centro-Oeste, a intensidade desta mesma dinâmica, com receitas a 3,8% e despesas a 8,2%, resultou em 2025 em déficits primários de 1,3% da RCL no agregado da região. O déficit também quase foi alcançado na região Sul (que manteve superávit de 0,6% da RCL), a qual foi caracterizada pelo

baixíssimo desempenho das receitas primárias (0,4%) ante um crescimento maior das despesas (6,0%). Assinale-se que, no cálculo da RCL, entram os rendimentos de aplicação financeira, que tiveram grande dinamismo na região Sul, mas são excluídos do cálculo do resultado primário. Na região Sudeste a dinâmica também se repete com menor intensidade, com receitas a 2,4% e despesas a 4,1%, mas com um resultado primário/RCL ainda de 5,0% em 2025.

Finalmente, a região Norte foi a única a aumentar, ainda que ligeiramente, seu resultado primário de 2024 (quando foi de 4,5% da RCL) para 2025, o que foi determinado pelo maior desempenho das receitas dentre as regiões (4,0%) e o menor das despesas (3,5%).

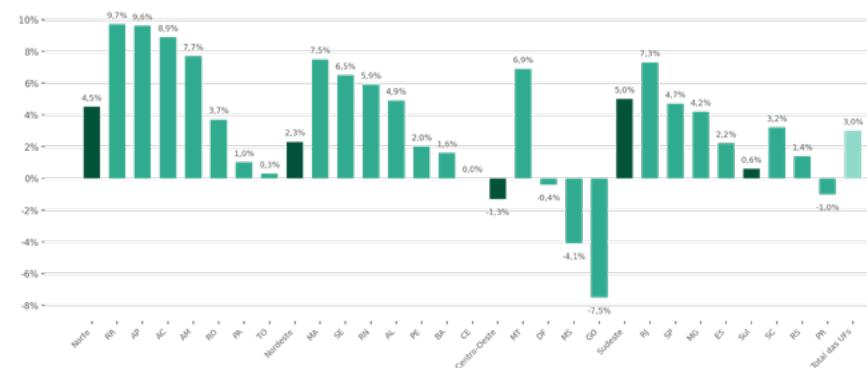
**Gráfico 48 – Dinâmica recente do resultado primário sobre RCL (out.25/out.24)**



Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexos 3 e 6, 5º bimestre 2024 e 2025. Rubricas com RPPS, critério valor pago, até outubro/2025. Variação do Primário pela diferença simples do Resultado Primário/RCL entre os anos. Deflacionamento pelo IPCA.

O gráfico 49 apresenta o resultado primário por UF até outubro 2025. Percebe-se diversos estados acompanhando em maior ou menor intensidade a dinâmica de suas regiões, mas alguns *outliers* se destacam. O Mato Grosso se diferencia dos estados de sua região ao apresentar um resultado primário de 6,9% da RCL, enquanto o Paraná apresenta déficit de 1,9% diferente do superávit de Rio Grande do Sul e Santa Catarina.

**Gráfico 49 – Resultado primário como proporção da Receita Corrente Líquida (RCL) por UF até out. 2025**



Fonte: Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) – Anexos 3 e 6, 5º bimestre 2025. Resultado Primário com RPPS, critério valor pago, até outubro.

## Dívida Pública dos Estados

Resultados primários positivos indicam, em síntese, que as receitas correntes foram mais do que suficientes naquele exercício financeiro para custear as despesas correntes (excluindo juros), seus investimentos e inversões financeiras primárias, de modo que o estado gera caixa para honrar suas dívidas. Resultados primários negativos, por outro lado, indicam a necessidade de ampliação do

seu endividamento bruto e/ou o consumo de reservas financeiras provenientes de exercícios passados. Resta claro que, para avaliar a saúde fiscal de uma unidade federativa, seu resultado primário deve ser avaliado em face de seu endividamento.

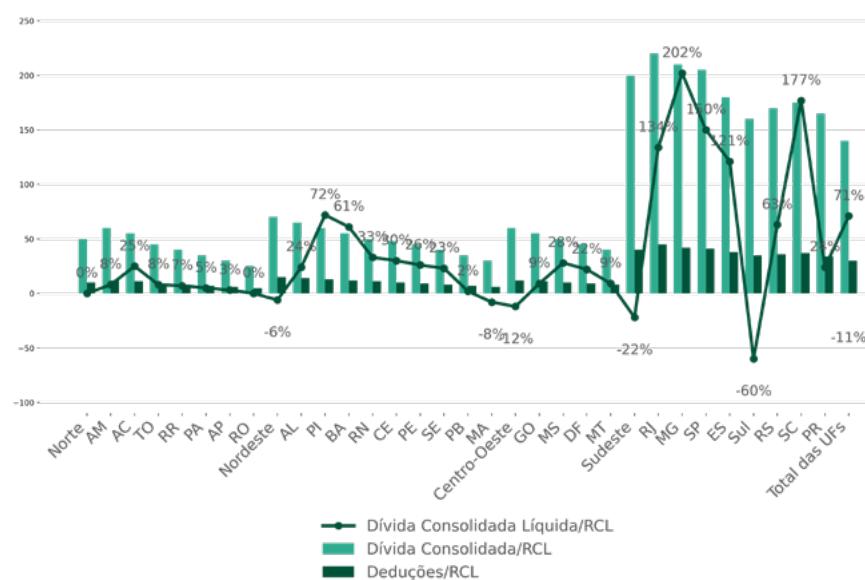
Neste sentido, o gráfico 50 analisa a razão dívida consolidada líquida sobre a RCL de cada estado, decomposta entre a dívida consolidada e as deduções. Na segunda edição deste boletim (pp. 109-110) as deduções foram desagregadas em “disponibilidades de caixa” e “demais haveres financeiros”. Nesta edição, optou-se por uma análise mais sintética das deduções.

O que também se observou naquela edição para 2024 foi um padrão já conhecido de alta dívida nos estados do Sudeste e no Rio Grande do Sul, sendo o Rio de Janeiro a relação DCL/RCL mais elevada. O que se observa nesta edição é a continuidade desse padrão de endividamento dos estados em 2025. Em contraposição, os estados do Norte, Centro-Oeste e Nordeste, no geral, apresentam as relações DCL/RCL mais baixas.

Vale destacar que essa distância entre os poucos estados com grande endividamento em relação aos demais também se deve muito às deduções, uma vez que se nota uma desproporção entre os estoques de dívida consolidada e os estoques de caixa e demais haveres, não sendo esses últimos em volume suficiente para compensar dívidas brutas muito altas na federação como um todo. Mas, em muitas economias estaduais menores, os governos

possuem amplas disponibilidades de caixa em proporção de sua RCL – como é o caso dos estados da região Norte.

**Gráfico 50 – Dívida Consolidada/RCL, Deduções/RCL e Dívida Consolidada Líquida/RCL por UF em ago. 2025**



Fonte: RGF do 2º quadrimestre/2025.

Um dado crucial para a interpretação é o “Total das UFs”, que registra uma média nacional de 71%. Dado o limite de alerta de 180% da DCL/RCL, estipulado pela LRF, a média das UFs analisada isoladamente poderia sugerir uma situação controlada. Entretanto, o valor é influenciado positivamente pela média baixa da maioria dos estados, e negativamente pela dívida significativa de uma minoria Sul-Sudeste, evidenciando um problema de dívida altamente concentrado.

# CONSIDERAÇÕES FINAIS

O conjunto de informações analisadas ao longo desta atualização do boletim aponta para um cenário de desaceleração gradual da economia brasileira em 2025, após o crescimento relativamente elevado observado em 2023 e 2024. Os dados das Contas Nacionais indicam perda de dinamismo do PIB, explicada sobretudo pela desaceleração do consumo das famílias e dos gastos públicos, em um contexto marcado por política monetária restritiva, desaceleração das transferências governamentais e redução do crescimento da renda disponível. Ainda que o investimento tenha apresentado desempenho relativamente mais favorável no ano, sua expansão ocorre de forma heterogênea entre componentes e setores, com destaque para o investimento das empresas públicas e para a recuperação parcial do investimento privado não residencial, ao passo que o investimento residencial permanece pressionado pelas elevadas taxas de juros reais.

Esse diagnóstico é reforçado pelas pesquisas setoriais, que mostram um quadro de crescimento moderado e desigual entre setores e regiões. A produção industrial mantém-se em terreno positivo, mas com sinais claros de desaceleração, especialmente nas indústrias de transformação em algumas regiões, enquanto a indústria extractiva segue desempenhando papel relevante em estados específicos. O setor de serviços continua apresentando expansão mais robusta,

sustentado sobretudo por segmentos ligados a serviços de informação, comunicação e atividades prestadas às famílias, embora também se observe desaceleração no ritmo de crescimento recente. O comércio varejista, por sua vez, mostra evolução mais contida, refletindo o enfraquecimento do consumo das famílias ao longo do ano.

No mercado de trabalho, por sua vez, os dados indicam manutenção de níveis historicamente elevados de ocupação e crescimento ainda positivo da massa salarial, embora em ritmo inferior ao observado nos anos anteriores. Esse comportamento tem sido suficiente para sustentar o consumo em patamar elevado, mas já não apresenta a mesma força para impulsionar a demanda agregada como nos anos anteriores. A combinação entre menor crescimento do emprego, desaceleração dos salários reais e retração do crédito ao consumo contribui para explicar o arrefecimento do consumo das famílias em 2025.

Por outro lado, a moderação da inflação em relação aos períodos recentes foi a boa notícia. A dinâmica dos preços permanece influenciada por fatores externos, em especial pelos preços das commodities e pela taxa de câmbio, além de componentes domésticos associados aos serviços. Esse quadro tem sustentado a manutenção de uma política monetária restritiva, com impactos diretos sobre o crédito e sobre os componentes mais sensíveis da demanda interna.

Desta forma, no mercado de crédito observa-se desaceleração significativa das concessões, especialmente para pessoas físicas, refletindo tanto o nível elevado das taxas de juros quanto maior seletividade das instituições financeiras. Esse movimento tem implicações diretas sobre o consumo financiado a crédito e sobre o investimento residencial, reforçando o caráter contracionista da política monetária.

No que diz respeito ao câmbio e às contas externas, o cenário permanece relativamente favorável, com superávits comerciais expressivos e posição externa confortável, ainda que o aumento do conteúdo importado da demanda venha reduzindo parte do impulso externo sobre o crescimento. A valorização e posterior volatilidade do câmbio, associadas às condições financeiras internacionais e ao comportamento das commodities, seguem exercendo papel relevante tanto sobre a inflação quanto sobre a dinâmica das contas externas.

Voltando-se para a análise das finanças federais, o ano de 2025 foi marcado por sucessivas contenções de despesas ao longo das avaliações bimestrais, refletindo o esforço de cumprimento simultâneo do limite de despesas do Regime Fiscal Sustentável e da meta de resultado primário. Após um pico de bloqueios no quarto bimestre, a revisão das projeções no quinto bimestre permitiu reduzir parcialmente as contenções, que totalizaram cerca de R\$ 7,7 bilhões ao final do ano. Para 2026, as perspectivas indicam metas mais ambiciosas de resultado primário, aumento de despesas não contingenciáveis em função do calendário eleitoral e novas exceções ao limite

de gastos, o que tende a reduzir o espaço discricionário e reforçar a centralidade da gestão das contenções ao longo do exercício.

Por fim, a análise das finanças estaduais, eixo central deste boletim, revela um quadro mais complexo e heterogêneo. O crescimento real da Receita Corrente Líquida do conjunto dos estados perdeu fôlego em relação a 2024, refletindo principalmente a desaceleração do ICMS após a reversão de fatores extraordinários que haviam impulsionado a arrecadação no ano anterior, bem como o comportamento mais contido das transferências federais. Esse movimento foi particularmente evidente no Sudeste, onde o crescimento da RCL foi bastante baixo, ao passo que Norte e Centro-Oeste apresentaram desempenho relativamente mais favorável. A decomposição das receitas evidencia ainda o papel crescente dos rendimentos de aplicações financeiras em algumas regiões, associado ao elevado patamar da taxa Selic e ao acúmulo de caixa por parte dos estados, o que reforça a importância de distinguir fontes recorrentes e não recorrentes de receita na avaliação do cenário fiscal. Pelo lado das despesas, observa-se manutenção de crescimento real relevante em 2025, com destaque para despesas de custeio e investimentos em diversas regiões, especialmente no Nordeste e no Centro-Oeste, enquanto o Sudeste apresentou expansão mais contida. A despesa com pessoal, embora ainda sob controle na maioria das unidades federativas à luz dos limites da Lei de Responsabilidade Fiscal, voltou a crescer em várias regiões, exigindo monitoramento contínuo. No agregado, o crescimento das despesas superou o das receitas, levando à redução dos superávits primários estaduais e, em alguns casos, à reversão para déficits, sobretudo em regiões onde

a desaceleração das receitas foi mais intensa. Apesar disso, o quadro de endividamento permanece relativamente confortável para a maioria dos estados, com a dívida concentrada em poucas unidades do Sul e Sudeste, enquanto diversos estados do Norte, Nordeste e Centro-Oeste mantêm baixos níveis de dívida líquida e elevada liquidez.

Em síntese, o cenário delineado neste boletim aponta para um ambiente macroeconômico menos favorável do que o observado nos anos imediatamente anteriores, com implicações diretas para as finanças públicas em todas as esferas de governo. Para os estados, em particular, o desafio central consiste em administrar a transição para um contexto de menor crescimento das receitas, preservando a capacidade de prestação de serviços públicos, em um ambiente marcado por restrições fiscais mais rigorosas e maior incerteza quanto à evolução da economia doméstica e internacional.

# REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO Central do Brasil. *Manual de Estatísticas Fiscais*. Brasília: Banco Central, 2018. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/estatisticasfiscais.pdf>. Acesso em: 12 nov. 25.

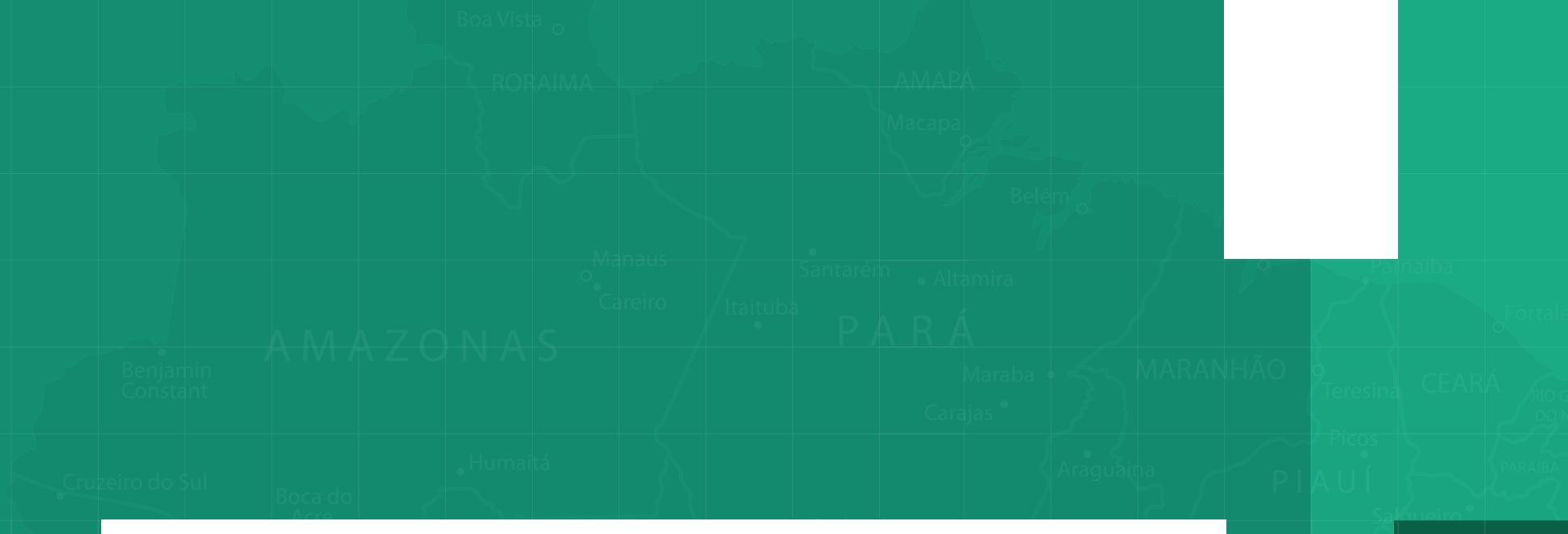
CICCONE. R. Deuda Pública, demanda agregada, acumulación: um punto de vista alternativo. *Circus*, v. 1, n. 3, p.; 97-126, 2008.

GÓES, M. C. B.; AVRITZER, J. D.; BROCHIER, L.. How insensitive: the effect of monetary policy on credit and income distribution in Brazil. *Texto para Discussão*, Rio de Janeiro, IE/UFRJ, n. 14, 2025. Disponível em: [https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2025/TD\\_IE\\_014\\_2025\\_GOES\\_AVRITZER\\_BROCHIER%20\(1\).pdf](https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2025/TD_IE_014_2025_GOES_AVRITZER_BROCHIER%20(1).pdf). Acesso em: nov. 2025.

LISBOA, Marcos; et al. O algoritmo do gasto: o impacto das despesas obrigatórias no arcabouço fiscal. São Paulo: Insper, 2023. (Relatório de pesquisa). Disponível em: <https://repositorio.insper.edu.br/entities/publication/3b9fa338-a46f-4021-8b84-c0a32cc778af>. Acesso em: 30 out. 2025.

INTERNATIONAL Monetary Fund. Putting a Lid on Public Debt. *Fiscal Monitor*, ct. 2024. Available at: <https://www.imf.org/en/publications/fm/issues/2024/10/23/fiscal-monitor-october-2024>. Access: Nov. 2025.

INTERNATIONAL Monetary Fund. Spending Smarter: How Efficient and Well-Allocated Public Spending Can Boost Economic Growth. *Fiscal Monitor*, ct. 2025. Available at: <https://www.imf.org/en/publications/fm/issues/2025/10/07/fiscal-monitor-october-2025>. Access: Nov. 2025.



The International CELSO FURTADO Center for Development Policies

