

## VISÃO GERAL

# Visão Geral da Conjuntura

## Sumário

Há momentos em que o ritmo dos acontecimentos se acelera, com efeitos claros na conjuntura econômica. Isso parece ter ocorrido nos últimos seis meses, período marcado simultaneamente pelos efeitos econômicos e geopolíticos (inicialmente da mera possibilidade) da eleição de Donald Trump nos Estados Unidos e por um claro choque de oferta negativo na economia mundial, com o preço das *commodities* agrícolas subindo 8,4% em dólares entre agosto de 2024 e janeiro de 2025.<sup>1</sup>

O referido cenário internacional – caracterizado por níveis de incerteza anormalmente altos nos países centrais por conta da perspectiva de rupturas históricas no padrão de funcionamento da economia mundial – teve efeitos claros sobre a economia brasileira, com o contágio ocorrendo precipuamente na taxa de câmbio, que passou de R\$ 5,75 por dólar no dia 1º de agosto de 2024 para R\$ 6,29 no dia 18 de dezembro do mesmo ano. No mesmo período, a inflação de alimentos disparou no Brasil, influenciada por itens importantes da cesta de consumo dos brasileiros, como café, carne bovina e, mais recentemente, ovos. O que esses bens têm em comum é o fato de que todos tiveram aumentos significativos de preços em dólar em períodos recentes, aumentos esses magnificados no Brasil pela subida do dólar no final do ano passado (ver box 1).

Por ambos os motivos supracitados, mas também pelo entendimento de que o dinamismo da atividade econômica e do mercado de trabalho doméstico observado ao longo de 2024 foi maior que o esperado, em um contexto no qual “não há evidência de aumento significativo de produtividade”<sup>2</sup> e “a percepção (...) dos agentes de mercado sobre o crescimento dos gastos públicos e a sustentabilidade do arcabouço fiscal vigente vem tendo impactos relevantes sobre (...) as expectativas”<sup>3</sup>, o Banco Central do Brasil (BCB) optou por iniciar um ciclo de altas da taxa Selic em setembro de 2024, com o objetivo declarado de desacelerar a economia. Com efeito, tal desaceleração é entendida pelo Copom (explicitamente, na ata da reunião dos dias 28 e 29 de janeiro deste ano) como “parte do processo de transmissão de política monetária e elemento necessário para a convergência da inflação à meta”. O referido ciclo foi reiterado na reunião do comitê realizada no último dia 19 de março, que decidiu pela elevação da taxa Selic para 14,25%.

O forte recuo do dólar após a intensificação do ritmo de aumentos da taxa Selic – para 1 ponto percentual (p.p.) por reunião – em dezembro de 2024 sublinha, entretanto, um segundo e crucial processo de transmissão da política monetária no Brasil, qual seja, a desinflação ensejada pela valorização cambial derivada do aumento do diferencial de juros praticados no Brasil e nos Estados Unidos. Embora previsões sobre a taxa de câmbio sejam sempre difíceis (ver box 2), o referido recuo não foi, portanto,

### **Claudio Roberto Amitrano**

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea)

claudio.amitrano@ipea.gov.br

### **Mônica Mora Y Araujo**

Coordenadora-Geral de Estudos e Políticas Macroeconômicas na Dimac/Ipea

monica.mora@ipea.gov.br

### **Claudio Hamilton Matos dos Santos**

Coordenador de Acompanhamento e Estudos da Conjuntura na Dimac/Ipea

claudio.hamilton@ipea.gov.br

Divulgado em 28 de março de 2025.

1. De acordo com dados do Banco Mundial.

2. Do fator trabalho, infere-se. A citação foi extraída da ata da reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) de setembro de 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascomom/18092024> acesso feito no dia 27/03/2025.

3. A citação foi extraída da ata da reunião do Copom de novembro de 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascomom/06112024>.

propriamente uma surpresa: como escrevemos em dezembro último “tendo em vista que os bancos centrais brasileiro e dos Estados Unidos optaram [em setembro de 2024] por iniciar ciclos de alta e baixa, respectivamente, das taxas de juros, o grupo [de conjuntura do Ipea] entendeu à época – e continua a entender hoje – que o referido diferencial de juros tenderia a aumentar por vários trimestres, o que seria conducente, de acordo com os modelos do grupo (e com as expectativas de mercado à época), à valorização do real (...)”<sup>4</sup>.

Registre-se que o atual ciclo de aperto monetário foi definido em um contexto de acirramento da controvérsia sobre a política fiscal, no final do segundo ano do terceiro mandato do presidente Luiz Inácio Lula da Silva.

À luz da hipótese de que a política econômica em países democráticos é determinada, em última análise, por estimativas de agentes políticos racionais sobre as preferências dos eleitores,<sup>5</sup> nos perguntamos, na última *Visão Geral da Conjuntura* (em 18 de dezembro de 2024), se a reação negativa do mercado ao anúncio em novembro passado do pacote de medidas fiscais pelo Ministério da Fazenda realmente fazia sentido. Ou, de outro modo, se “dados o programa de governo eleito em 2022 e a enorme popularidade e funcionalidade dos gastos sociais federais [responsáveis últimos pelo crescimento recente da despesa primária federal] – que fazem enorme diferença na vida de mais de uma centena de milhões de brasileiros pobres e/ou idosos e/ou crianças e que, de acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), foram responsáveis por expressiva redução da pobreza em 2023” não seria o caso de se perguntar “(...) se (...) [a] expectativa [de anúncios de cortes profundos nos gastos federais em novembro] era crível para começo de conversa”. Muito mais provável nesse cenário, nos parecia em dezembro e continua nos parecendo hoje, é que “aperfeiçoamentos e racionalizações graduais sejam feitos (...) após anos eleitorais, mediante validação, portanto, da maioria da população”. Daí que, “longe de indicarem a opção pelo descontrole, as propostas de cortes de gastos indicariam forte compromisso fiscal por parte do Executivo, disposto a arcar com o preço político de medidas impopulares no meio do mandato”. Essa interpretação parece ter sido respaldada pelos acontecimentos dos últimos meses.<sup>6</sup>

De fato, os efeitos combinados do cumprimento (contra as expectativas iniciais do mercado) da meta de superávit primário em 2024, do pouco discutido sucesso do governo em aprovar muito rapidamente no Congresso as medidas de contenção de gastos anunciadas em novembro e da supracitada queda do dólar no começo do ano contribuíram para tornar o quadro econômico nos primeiros meses de 2025 menos tenso que no final do ano passado.

Não deriva daí, entretanto, que estejamos vivendo dias tranquilos. Ou que não parem, ainda, incertezas importantes sobre a economia brasileira.

Um cenário pessimista particularmente popular se baseia na combinação dos efeitos negativos do atual ciclo de aumentos da taxa Selic e da consequente redução da atividade econômica sobre a dinâmica da dívida pública que poderia levar<sup>7</sup> a um quadro de “dominância fiscal”.<sup>8</sup> Uma das variantes dessa ideia, proposta por Blanchard (2004)<sup>9</sup> a respeito da conjuntura econômica brasileira em 2002 e 2003, relata um cenário no qual a elevação da taxa de juros Selic pelo BCB aumentaria a probabilidade de moratória da dívida pública tal como percebida pelos agentes (externos inclusive) econômicos e, conseqüentemente, ensejaria uma corrida contra o real e a sua rápida desvalorização – e, por essa via, levaria ao aumento (por oposição à redução) da inflação.

No calor da subida do dólar, no final de 2024, alguns analistas consideraram seriamente a ideia de que o Brasil já estaria em um regime de dominância fiscal – ou pelo menos se aproximando rapidamente. Registre-se, entretanto, que 2004, ano no qual Blanchard publicou o artigo em questão, marca exatamente o momento em que o país

4. Amitrano, C.; Mora Y Araújo, M e Santos, C.H. Visão Geral da Conjuntura. Carta de Conjuntura do IPEA n. 64. Nota de Conjuntura 22. Setembro de 2024. Disponível em: [https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2024/09/240930\\_cc\\_64\\_nota\\_22\\_1.pdf](https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2024/09/240930_cc_64_nota_22_1.pdf).

5. Tal como exposto, por exemplo, em Persson, T e Tabellini, G. Political Economics: Explaining Economic Policy. Cambridge, Massachussets: MIT Press. 2002.

6. Amitrano, C.; Mora Y Araújo, M e Santos, C.H. Visão Geral da Conjuntura. Carta de Conjuntura do IPEA n. 65. Nota de Conjuntura 24. Dezembro de 2024. Disponível em: [https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2024/12/241218\\_cc\\_65\\_nota\\_24\\_visao\\_geral\\_da\\_conjuntura.pdf](https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/wp-content/uploads/2024/12/241218_cc_65_nota_24_visao_geral_da_conjuntura.pdf).

7. Em teoria, no contexto de modelos simplificados e com elevado grau de abstração.

8. Tal como inicialmente proposto por Sargent e Wallace (1981) e subsequentemente desdobrado por vários outros autores. Ver Sargent, T.J. and N. Wallace. “Some unpleasant monetarist arithmetic,” *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 531 (3). 1981.

9. Blanchard, O. “Fiscal dominance and inflation targeting: Lessons from Brazil,” Tech. Rep. 10389, National Bureau of Economic Research. 2004

parece ter se livrado do seu “pecado original” – para usar uma expressão de John Williamson – de não conseguir se endividar em sua própria moeda. Com efeito, a dívida pública em dólares – que cumpre um papel crucial no modelo de Blanchard (2004) – caiu muito rapidamente a partir de 2004, permanecendo em patamares pouco significativos desde então. Este último fato e a queda do dólar ao longo dos primeiros meses de 2025 sugerem que a preocupação com a perda de efetividade da política monetária provavelmente foi exagerada.

Isso não quer dizer que a elevação da taxa de juros real não vá, de fato, reduzir o ritmo de crescimento da economia. Se há algo em que macroeconomistas de diversas vertentes – sejam liberais ou desenvolvimentistas, ortodoxos ou heterodoxos, acreditem ou não em modelos dinâmicos estocásticos de equilíbrio geral (*dynamic stochastic general equilibrium* – DSGE) ou em modelos keynesianos – deveriam concordar é que elevações rápidas na taxa de juros real têm claros impactos contracionistas sobre a economia. Diferentes modelos diferem sobre o *timing* e a magnitude – mas não sobre a direção – do referido impacto. Mas à luz do que se discutiu anteriormente parece lícito supor que o aperto da política monetária causará a diminuição – por oposição ao aumento, como no argumento da dominância fiscal a la Blanchard – das pressões inflacionárias. O que, aliás, deverá ser ajudado pela safra recorde que se espera para 2025.

Outro ponto relativamente negligenciado em perspectivas mais pessimistas é a folha corrida de praticamente três décadas de construção institucional do país na área fiscal – começando na renegociação das dívidas dos estados com a União em 1997, passando por três reformas importantes na previdência (em emendas constitucionais aprovadas em 1998, 2003 e 2019), pela Lei de Responsabilidade Fiscal em 2000, pela criação da Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal (Funpresp) em 2013, pela redução nos valores pagos a título de abono salarial (pela Lei nº 13.134/2015), pela instituição de um teto de gastos no governo federal (EC nº 95/2016) e pelo reconhecimento de que o referido teto era por demais inflexível (com a EC nº 109/2021, dita “emergencial”), a ponto de levar a postergações explícitas, em 2022, de pagamentos de precatórios. Passou, ainda, pelo reconhecimento explícito por mais de dois terços de um Congresso Nacional com viés conservador de que um novo arcabouço fiscal, mais flexível, deveria ser apresentado pelo Poder Executivo (na EC nº 126/2022, dita “da transição”), e pela aprovação, pelo mesmo Congresso, do “Novo Arcabouço Fiscal” (Lei Complementar nº 200/2023) no primeiro ano do terceiro governo Lula. Tal construção institucional – que perpassou vários governos – foi continuada com as recentes reformas nos critérios de elegibilidade para os benefícios de prestação continuada previstos na Lei Orgânica de Assistência Social (Lei nº 15.177/2024) e novas mudanças a menor no abono salarial (EC nº 135/2024, dita “do corte de gastos”) aprovadas – registre-se – quase imediatamente *após* o controverso anúncio de novembro.

No presente capítulo da referida construção institucional, isto é, no segundo ano de vigência da Lei Complementar nº 200/2023, uma nova Lei Orçamentária Anual (LOA) foi aprovada no Congresso Nacional prevendo uma meta de superávit primário positiva para o governo central em R\$ 15 bilhões. É fato que a expectativa dos analistas de mercado consultados no relatório Prisma Fiscal da Secretaria de Política Econômica aponta um déficit primário do setor público consolidado da ordem de R\$ 75 bilhões em 2025 – maior em porcentagem do produto interno bruto (PIB) nominal esperado em 2025 do que o percentual de 0,4% do PIB verificado em 2024. Mesmo levando em conta que excepcionalidades e exceções podem legalmente ser utilizadas no cálculo da meta do primário e que a LOA 2025 prevê um volume considerável – da ordem de R\$ 120 bilhões – em receitas extraordinárias (ver seção de finanças públicas desta *Nota*), as expectativas do mercado relatadas no Prisma Fiscal parecem demasiado negativas, por aparentemente desconsiderarem o custo reputacional envolvido na obtenção de déficits primários seguidos e crescentes por um governo comprometido formalmente com melhoras contínuas no resultado primário.

Principalmente porque, embora se espere, de fato, uma desaceleração da atividade econômica em 2025 – por conta do supracitado ciclo de alta de juros –, os dados sugerem que a referida desaceleração não será particularmente aguda, por conta de uma combinação de fatores, entre os quais: i) o desempenho esperado do PIB agropecuário já no primeiro trimestre de 2025; ii) o continuado dinamismo do mercado de trabalho, a despeito de alguns sinais de

desaquecimento na margem; iii) o aumento real do salário mínimo e, por essa via, das transferências públicas do governo federal às famílias; iv) a tendência à continuidade (ainda que em ritmo menor) do crescimento (de receitas e) dos gastos dos entes subnacionais (ver box 3); e v) a facilitação da concessão de crédito às famílias. Com efeito, o Grupo de Conjuntura optou por manter a previsão anterior de que a economia brasileira crescerá 2,4% em termos reais em 2025, impulsionada por um crescimento de 1,4% já no primeiro trimestre de 2025 contra o trimestre imediatamente anterior na série dessazonalizada e pelo *carry-over* herdado do crescimento verificado ao longo de 2024. Para 2026 o cenário, naturalmente, é mais incerto, mas aquele com o qual o grupo tem trabalhado aponta crescimento real de 2,0% do PIB. Para fins de contexto, vale lembrar que, mantido o cenário previsto pelo Grupo de Conjuntura – admitidamente mais otimista que a mediana dos analistas de mercado<sup>10</sup> pelos motivos supracitados –, a economia finalizará 2026 aproximadamente 16% maior que no imediato pré-pandemia e terá crescido em média 2,8% ao ano (a.a.) no período 2022-2026 (que desconsidera os efeitos da pandemia) e 2,2% a.a. no período 2020-2026 (considerando os referidos efeitos).

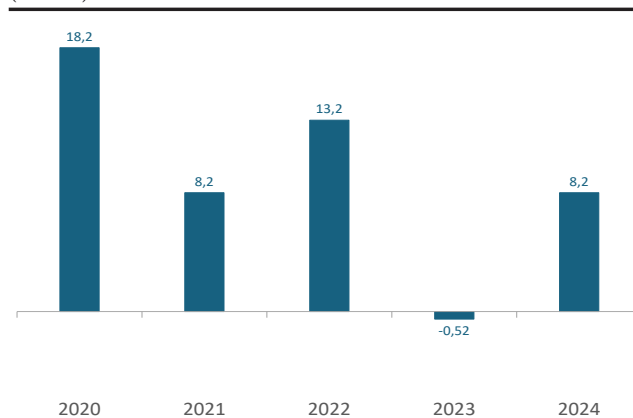
A consequência do ajuste gradual na atividade econômica é o gradualismo também na convergência da inflação para o centro da meta. Com efeito, diante de um contexto menos favorável que o projetado no trimestre anterior, as previsões do Grupo de Conjuntura da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea) para a inflação em 2025 foram revistas para cima, de modo que a alta projetada para o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) avançou de 4,8% para 5,2%, enquanto para o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) a taxa estimada passou de 4,7% para 4,9%. Nota-se que a revisão das projeções de inflação para o ano ocorre mesmo em um cenário de pequena melhora das estimativas para o desempenho dos alimentos em 2025. Por certo, levando-se em consideração o aumento da projeção para a safra brasileira de grãos – estimada em 11,0% pelo Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) – e a incidência de efeitos climáticos menos rigorosos, a inflação de alimentos projetada para o IPCA recuou de 8,4% para 7,1%, enquanto a alta estimada no INPC passou de 8,3% para 6,9%. Para os demais segmentos, tanto no IPCA quanto no INPC, as expectativas de inflação foram majoradas.

## BOX 1

### Inflação de alimentos no Brasil

Ao longo dos últimos meses, o cenário de inflação brasileiro vem sendo marcado, sobretudo, por uma forte pressão vinda dos preços dos alimentos no domicílio, de modo que, no acumulado de 2024, a alta de 8,2% deste segmento respondeu por mais de um terço da variação total observada no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), 4,8%. Esse movimento de alta nos preços dos alimentos, no entanto, parece estar se tornando uma tendência recorrente na economia brasileira, visto que, à exceção de 2023, todos os outros anos desta década registraram taxas de inflação significativamente elevadas (gráfico B1). Entre 2020 e 2024, os preços dos alimentos no domicílio subiram, em média, 55,8%, refletindo impactos como a pandemia, o conflito entre Rússia e Ucrânia, eventos climáticos adversos e variações na taxa de câmbio. De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), de 2019 a 2024, as

GRÁFICO B1  
IPCA: Alimentos no domicílio - Taxa de variação acumulada no ano  
(Em %)



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea).

10. Segundo o relatório Focus, esses analistas esperam crescimento de 1,98% do PIB em 2025 e 1,6% do PIB em 2026.

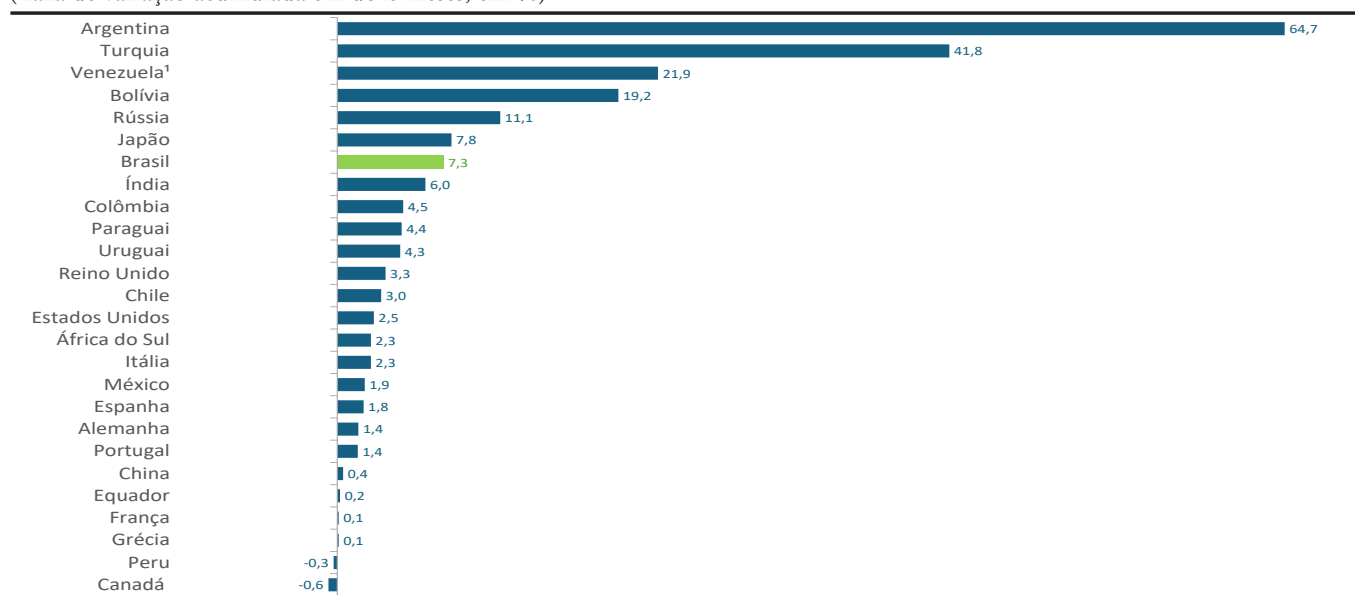
commodities agrícolas, cotadas em dólar, aceleraram 33%. Já os dados divulgados pelo Banco Central do Brasil (BCB) mostram que, neste período, a desvalorização cambial foi de 38%.

Adicionalmente, é importante destacar que a alta nos preços dos alimentos não é um fenômeno exclusivo do Brasil. Diversos países também enfrentam inflação elevada nesse segmento, embora, na maioria dos casos, em intensidades menos expressivas (gráfico B2).

GRÁFICO B2

**Inflação de alimentos – jan./2025**

(Taxa de variação acumulada em doze meses, em %)



Fonte: Trading Economics.

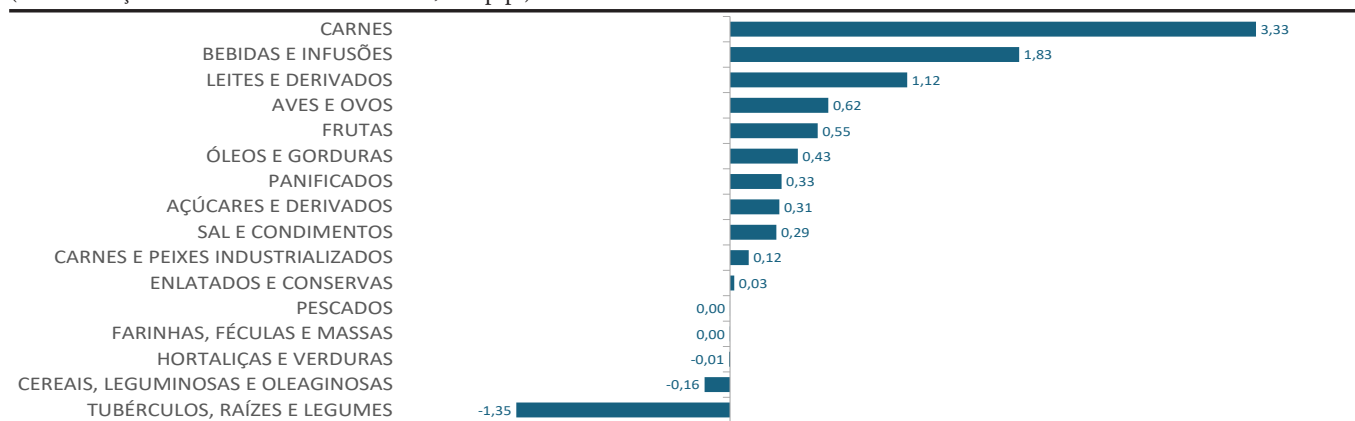
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Nota: <sup>1</sup> Inflação acumulada em doze meses até outubro de 2024.

GRÁFICO B3

**Inflação de alimentos no domicílio por subgrupos do IPCA – jan./2025**

(Contribuição acumulada em doze meses, em p.p.)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

No caso brasileiro, a análise da inflação dos alimentos no domicílio, medida pelo IPCA nos últimos doze meses até janeiro, revela que, apesar da forte elevação, o aumento de preços não ocorreu de forma generalizada. Os dados apresentados no gráfico B3 mostram que alguns subgrupos, como tubérculos (-23,2%) e cereais (-2,3%),

registraram deflação, contribuindo negativamente com -1,5 ponto percentual (p.p.) e trazendo certo alívio à inflação do setor. Por sua vez, o aumento de 21,2% no preço das carnes e de 16,4% nas bebidas e infusões – impulsionado pelo expressivo avanço de 50,3% do café – resultou em uma contribuição positiva de 5,2 p.p., o que representa aproximadamente 70% da inflação de alimentos no período analisado.

Dentro desse escopo, a análise dos possíveis fatores que influenciaram os preços dos subgrupos com maior impacto na inflação dos alimentos no Brasil revela que grande parte da recente aceleração pode ser atribuída à combinação do aumento das cotações das *commodities* agrícolas no mercado internacional e da forte depreciação cambial.

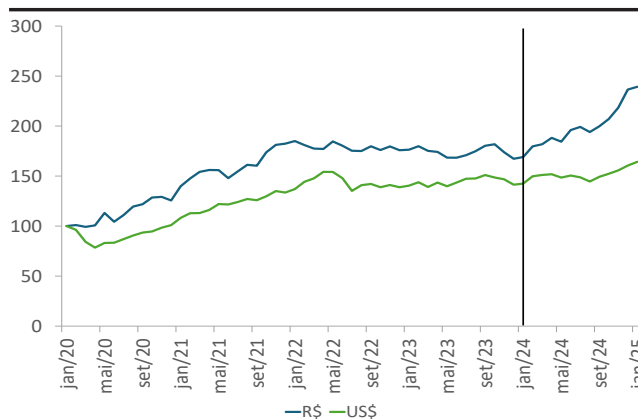
De acordo com os dados do FMI, nos últimos doze meses, encerrados em janeiro de 2025, entre as *commodities* com maiores variações de preços em dólar, destacam-se o café (68,9%), a laranja (52,3%), as carnes bovinas (28,1%) e suínas (19,2%), os produtos lácteos (8,4%), o milho (7,8%) e as aves (4,8%). Além disso, com a desvalorização cambial de quase 18% no período, os preços dessas *commodities* em reais aumentaram ainda mais, tornando as exportações mais lucrativas para os produtores (gráfico B4). Como consequência, uma parcela maior da produção foi direcionada ao mercado externo, reduzindo a oferta doméstica e pressionando os preços no mercado brasileiro.

Vale mencionar ainda que, ao contrário do ocorrido em momentos anteriores, a aceleração das *commodities* em 2024 se deu, sobretudo, naqueles segmentos com impacto importante nos índices de preços ao consumidor, pois fazem parte da base alimentar das famílias. Em contrapartida, *commodities* com grande peso na pauta de exportação brasileira, cuja alta de preços contribuiu para a valorização do real, apresentaram trajetória oposta nos últimos meses. Por certo, os dados do FMI mostram que, no acumulado em doze meses, os preços internacionais da soja, do açúcar e do petróleo recuaram 16,5%, 15,1% e 1,3%, respectivamente.

Nota-se, no entanto, que, embora parte da explicação para a alta dos preços das *commodities* agropecuárias no mercado internacional tenha relação com a diminuição da oferta global de alimentos, impactada pelos efeitos climáticos ocorridos em 2024, os dados da produção brasileira de alimentos estimada pela Companhia Nacional de Abastecimento (Conab) mostram um cenário menos danoso. Segundo a Conab, embora a safra brasileira de grãos estimada em 2024 tenha recuado aproximadamente 7,0% em relação ao ano anterior, este resultado deve ser relativizado, tendo em vista que a supersafra ocorrida em 2023 elevou a base de comparação. Adicionalmente, nota-se que, entre os principais produtos com quedas estimadas na produção, apenas no caso do milho (-12,3%) e da soja (-4,5%), a diminuição da oferta gerou uma retração do volume exportado, que recuou 29,5% e 6,6%, respectivamente. No caso do café, mesmo com um recuo de 1,6% na produção em 2024, as exportações aumentaram 27,9% nos doze meses encerrados em janeiro de 2025, impulsionadas pela forte valorização internacional devido à quebra da safra no Vietnã, o segundo maior produtor mundial do grão.

De modo similar, a alta de preços das proteínas animais também não reflete problemas na produção, mas sim o aumento das exportações, reduzindo, por conseguinte, a oferta doméstica. Por certo, no caso das carnes bovinas, enquanto os dados estimados pela Conab indicam um crescimento da produção de 14,6%, em 2024, as esta-

GRÁFICO B4  
Índice de preços de *commodities* agropecuárias  
(Base dezembro de 2005=100)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

tísticas da Secretaria de Comércio Exterior (Secex) revelam uma alta das exportações de 24,3%. Ainda que em menor intensidade, as exportações de frangos e suínos também registram taxas de crescimento das exportações – 4,0% e 8,9%, respectivamente – em ritmo superior às observadas na produção – 2,5% e 1,2%, nesta ordem. Em relação aos produtos lácteos, observa-se que enquanto a produção de leite para a indústria cresceu 5,3%, em 2024, as exportações avançaram 13,5%.

Por fim, deve-se registrar que, embora a apreciação da taxa de câmbio tenha impacto sobre os custos de produção, tendo em vista os insumos importados utilizados, os dados do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) da Fundação Getulio Vargas mostram que no acumulado em doze meses, até janeiro de 2025, as rações animais apontam alta de apenas 0,5%, enquanto a variação dos defensores agrícolas foi de 1,1%. Apenas no caso dos fertilizantes, a alta de preços acumulada no período foi mais intensa, chegando a 13,9%.

Elaboração: Maria Andreia Parente Lameiras

## BOX 2

### Perspectivas para a taxa de câmbio

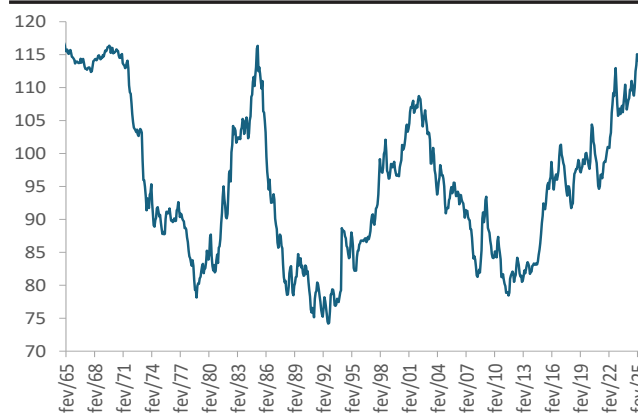
Na última *Visão Geral*, foram abordados (no box 3) os diversos fatores que influenciaram a taxa de câmbio em 2024. Atualiza-se aqui o esforço anterior, novamente analisando um conjunto de fatores relacionados com a taxa de câmbio real/dólar, agora com um olhar mais prospectivo.<sup>11</sup>

#### 1 A cotação do dólar diante de outras moedas conversíveis

O valor internacional do dólar está em nível alto historicamente, pelo menos desde 2022, considerando a taxa de câmbio efetiva real calculada pelo Bank for International Settlements (BIS). O último impulso desde o quarto trimestre de 2024 levou-a ao maior valor dos últimos quarenta anos, aproximadamente. Ao mesmo tempo que explica parte da desvalorização do real nos meses recentes, esse nível historicamente elevado sinaliza que pode não haver muito espaço para valorizações adicionais muito expressivas da moeda americana.

Alguns fatores, porém, devem contribuir para a possibilidade de alguma valorização adicional ou sua manutenção em níveis elevados. A taxação de importações que a nova administração de Donald Trump vem impondo pode ser um fator de valorização do dólar, de modo a compensar parcialmente o encarecimento para os importadores americanos. Enquanto o mercado de trabalho e a demanda interna continuarem aquecidos nos Estados Unidos, devem permanecer pressões inflacionárias que dificultem a convergência da taxa de inflação à meta, limitando espaço para o FED cortar a taxa básica de juros, mantendo a atratividade relativa do dólar diante de outras moedas. Se, porém, o desaquecimento da atividade econômica se mostrar mais rápido, o senti-

GRÁFICO B5  
Índice de preços de commodities agropecuárias  
(2020=100)



Fonte: BIS e Federal Reserve Economic Data (Fred)/Federal Reserve Bank of St. Louis (FED).

Obs.: Até dezembro de 1993, BIS, taxa de câmbio efetiva real cesta restrita, apud Fred, FED of St. Louis; de 1994 em diante, BIS, cesta ampla.

11. Este box resume a nota Perspectivas para a taxa de câmbio, do mesmo autor, disponível no blog da Conjuntura do Ipea.

do desse vetor pode se inverter e passar a atuar para desvalorizar o dólar. O preço do petróleo tem projeções de pequena queda até dezembro de 2025, de cerca de 3% a 4%, em relação aos níveis vigentes em fevereiro deste ano. Atualmente, sendo os Estados Unidos exportadores líquidos da *commodity*, a queda no seu preço opera para desvalorizar o dólar. A magnitude da queda esperada não deve ser suficiente para ter efeito significativo, mas, pelo menos, é certo, se confirmadas as expectativas, que esse fator não atuaria para o fortalecimento do dólar. A *Nota de Conjuntura* nº 12 desta *Carta* sobre a economia mundial trouxe, em seu box 1, análise sobre as expectativas para a cotação internacional do dólar.

## 2 O risco-país (CDS)

Entre setembro de 2024 e fevereiro de 2025, o *credit default swap* (CDS) do Brasil elevou-se. Dada a correlação tipicamente positiva entre o CDS e a taxa de câmbio, no sentido de que aumentos dos riscos correspondem a elevações do preço do dólar em reais, esse fato foi consistente com a desvalorização do real nesse período. Num conjunto de 21 países emergentes, o Brasil foi o que teve o maior aumento no CDS. É difícil, porém, antever o comportamento dessa variável, mas a tendência, desde o início de 2024, tem sido de alta.

## 3 Diferencial de juros entre Brasil e Estados Unidos

Outro fator que influencia a taxa de câmbio é a diferença da taxa de juros entre os dois países. Quanto maior essa diferença, maior a atratividade das operações de *carry-trade*, nas quais o operador toma dinheiro emprestado do país que tem a taxa de juros menor e aplica naquele que tem a taxa de juros maior. Comparando a taxa dos Fed Funds, dos Estados Unidos, e a Selic, a diferença a favor do real subiu, em números redondos, de 5 para 10 pontos percentuais (p.p.) entre agosto de 2024 e março de 2025. De acordo com as evoluções esperadas para as duas taxas, esse diferencial ainda deve aumentar para cerca de 11 p.p. até o fim de 2025. Assim, desde agosto, este é um vetor que vem operando no sentido da valorização do real, e deve continuar assim neste ano.

## 4 Preços das commodities

Os maiores preços de *commodities* exportadas pelo Brasil devem corresponder, tudo o mais constante, a uma valorização da moeda brasileira. Os principais produtos de exportação do Brasil são a soja, o minério de ferro e o petróleo, e para os três são esperadas quedas nos preços até o fim de 2025, segundo coleta da Bloomberg: de 3% para a soja, de 12% para o ferro e de 4% para o petróleo. Assim, este é um fator que atuará na direção da desvalorização do real.

## 5 O dólar em outras economias emergentes

De acordo com a mediana das projeções coletadas pela Bloomberg, consultadas em 17 de março de 2025, o dólar, medido pela cesta de sete moedas conversíveis conhecida como índice do dólar, deve chegar ao fim de 2025 valendo 2,3% mais do que a média das duas primeiras semanas de março deste ano. Na mesma métrica, e considerando a mesma fonte para as projeções, a cotação do dólar em reais deve subir 3,5%, condizente com o que deverá ocorrer na cotação de outras quinze moedas de economias emergentes – variando de 1,1% em rand sul-africano a 8,8% em lira turca –, de maneira que a presente expectativa de desvalorização do real se insere em projeções de magnitudes semelhantes para diversas economias emergentes. No entanto, isso ocorre depois de o real ter se desvalorizado mais do que essas outras moedas, de maneira geral, ao longo de 2024, o que talvez abra algum espaço para sua valorização.

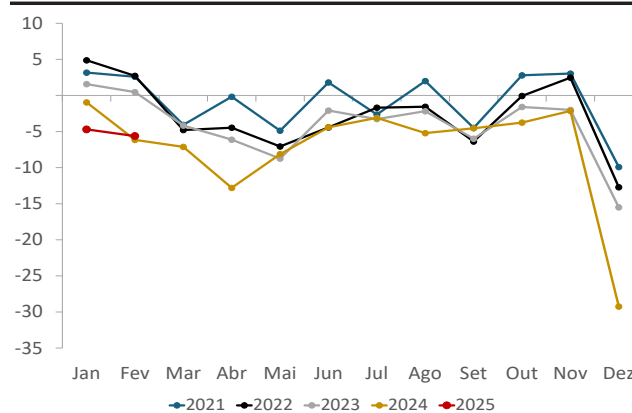
## 6 Fluxo cambial

O fluxo de câmbio contratado resulta da combinação do segmento comercial com o financeiro, mas o movimento costuma ser mais determinado pelo financeiro, mais volátil. Em dezembro de 2024, a saída por esse



segmento foi particularmente acentuada, se comparada com os três anos anteriores. Note-se também que há uma sazonalidade de fluxo negativo em dezembro. A saída de recursos nesse segmento continuou em janeiro e fevereiro deste ano, em magnitude superior à de janeiro de 2024 e equivalente à de fevereiro, e também às dos anos anteriores, que haviam registrado entradas líquidas em janeiro e fevereiro. O fluxo negativo pressiona no sentido da desvalorização do real. É uma variável de difícil previsão. Para a balança comercial do balanço de pagamentos (que não corresponde ao fluxo cambial do segmento comercial), a previsão coletada pelo Banco Central do Brasil (BCB) é de aumento de US\$ 66 bilhões em 2024 para US\$ 77 bilhões em 2025 – apenas por esse aspecto, a balança comercial exerceria influência no sentido da valorização do real.

GRÁFICO B6  
Fluxo cambial (câmbio contratado) – segmento financeiro  
(Em US\$ bilhões)



Fonte: BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

## 7 Riscos associados às políticas fiscal e monetária

Ao longo de 2024, a volatilidade cambial teve, como pano de fundo, constantes questionamentos a respeito da sustentabilidade da política fiscal. Este é um aspecto de mensuração mais difícil, porém o episódio do anúncio do último pacote fiscal ilustrou a influência que essa questão pode ter sobre o valor do real. Em 27 de novembro de 2024, foram anunciadas novas medidas, depois de cerca de um mês e meio de expectativas. A frustração com o alcance das medidas parece ter sido o principal fator a fazer com que a cotação do dólar saísse de R\$ 5,80 no dia 26 de novembro para R\$ 6,05 em 29 de novembro, em variação de 4,4%. Desde então, as expectativas para a evolução da dívida pública pioraram, de maneira que não se podem descartar, ao longo de 2025, episódios semelhantes ao de novembro, inclusive por não ter havido nenhuma mudança estrutural no quadro fiscal.

Pelo lado da política monetária, um fato que, aparentemente, causou alta no dólar no Brasil em 2024 foi a decisão do Comitê de Política Monetária (Copom), de 8 de maio, de cortar a Selic em 25 pontos-base (pb), mas em votação apertada de cinco a quatro, sendo que os quatro diretores que votaram pela redução maior, de 50 pb, foram indicados pelo atual governo. Essa votação apertada e a coincidência dos votos com as indicações de governos diferentes alimentaram as dúvidas sobre a postura futura do Copom, quando tivesse maioria de membros indicados pela atual administração – da cotação média, em abril, de R\$ 5,13, o dólar passou a R\$ 5,54 na média de julho – alta de 8,1% – depois de passar maio e junho em ascensão. Na reunião seguinte, em 19 de junho, a decisão de manter a Selic inalterada em 10,5% foi unânime, desfazendo, ao menos em parte, as preocupações formadas a partir do placar da decisão anterior. Desde então, as decisões têm sido por unanimidade e a meta para a Selic vem sendo aumentada desde a reunião de 18 de setembro. Com a taxa corrente e as expectativas de inflação em alta, as decisões do Copom continuarão a ser acompanhadas com atenção, de maneira que sinalizações pouco claras podem, novamente, afetar a cotação do dólar.

## 8 Resumo das perspectivas

A maioria dos itens com alguma indicação de direção aponta a valorização do dólar, enquanto o único que indica valorização do real é o diferencial de juros, sendo este um fator relevante. De acordo com o sistema de expectativas de mercado do BCB, a projeção para o valor do dólar, em reais, no fim de 2025, depois de atingir o pico de R\$ 6,09/US\$ no começo de janeiro deste ano, caiu, em meados de março, para R\$ 5,92/US\$, uma

queda de 2,8%. O valor de R\$ 5,92 significaria alta de 2,9% em relação à cotação média dos cinco dias úteis do período de 12 a 18 de março de 2025 (R\$ 5,76). Considerando o intervalo de um desvio-padrão das projeções, no fim deste ano o dólar custaria entre R\$ 5,72 e R\$ 6,13.

Elaboração: Estêvão Kopschitz Xavier Bastos

## BOX 3

### O comportamento recente dos gastos dos entes subnacionais

Conforme apontado na última *Visão Geral da Conjuntura*, uma parte importante da aceleração da atividade ao longo de 2024 se deveu à aceleração dos gastos dos governos subnacionais. Este *box* estende e atualiza o apresentado na citada publicação, com estimativas para os dados de receitas e despesas de estados e municípios para 2024. Tais estimativas foram construídas a partir de dados dos Relatórios Resumidos de Execução Orçamentária (RREOs) dos referidos entes federados divulgados no Sistema Contábil de Informações Contábeis e Fiscais do Setor Público Brasileiro (Siconfi), gerido pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Em todos os casos, utilizou-se informações apenas dos entes que tinham dados disponíveis sobre o sexto bimestre de 2024 na terceira semana de março – ou seja, o Distrito Federal, todos os estados e um número entre 4 mil e 4,7 mil municípios a depender da variável sob análise. No caso de séries incompletas, os valores faltantes foram imputados com auxílio do pacote *imputeTS*,<sup>12</sup> disponível para o *software* R, de modo que séries completas puderam ser construídas para todos os bimestres do período de 2021-2024 apresentados abaixo.

#### Municípios

No caso das administrações públicas municipais, estima-se – com base nos dados de 4.495 municípios – que as receitas correntes tenham aumentado 9,0% em termos reais em 2024, após terem crescido 4,1% em 2023 e 8,7% em 2022. Estima-se também que tal crescimento foi liderado por transferências correntes, que cresceram 10,1% em termos reais em 2024, após terem subido 1,8% em 2023 e 6,0% em 2022. Mas itens importantes das receitas próprias municipais, como a arrecadação tributária, também cresceram bem – no caso, 8,9% reais em 2024 contra 8,3% em 2023 e 5,5% em 2022, em uma amostra de 4.487 municípios. Isso se deu em razão da manutenção da tendência de rápido crescimento das receitas do Imposto sobre Serviços (ISS), que subiram 11,3% em termos reais em 2024 contra 9,1% em 2023 e 8,7% em 2022, em uma amostra de 4.405 municípios.

Já as despesas correntes de 4.672 municípios amostrados cresceram 9,2% em termos reais em 2024, em linha, portanto, com as receitas e com a aproximação segundo a qual os municípios brasileiros “gastam o que ganham”. Esse crescimento foi liderado pelas outras despesas correntes (o Grupo de Natureza de Despesa 3 da contabilidade pública brasileira). Isto é, pelos gastos das prefeituras com contratos de prestação de serviços e aquisições de bens – que cresceram 13,3% em termos reais em 2024 contra crescimentos de 9,5% em 2023 e de 19,3% em 2022. Esse montante representa mais do que o dobro, portanto, do crescimento dos gastos com pessoal e encargos sociais (5,3% em 2024, após terem crescido 7,6% em 2023 e 8,6% em 2022). Por fim, como seria de esperar em um ano eleitoral, os gastos com investimentos de 4.648 municípios amostrados dispararam em 2024 – crescendo 26,1% em termos reais em 2024 contra 20,1% em 2023 e 6,5% em 2022.

12. MORITZ, S.; BARTZ-BEIELSTEIN, T. *imputeTS*: Time Series Missing Value Imputation in R. *The R Journal*, v. 9, n. 1, p. 207-218, 2017. O método de imputação utilizado foi pelo filtro de Kalman.

## **Estados**

Embora menos impressionantes, os números das despesas das 26 administrações públicas estaduais e do Distrito Federal vão na mesma direção dos dados municipais. De acordo com os RREOs, as despesas correntes das referidas administrações cresceram 4,9% em termos reais em 2024 (contra 3,2% em 2023 e 2,4% em 2022), em virtude, como no caso dos municípios, das outras despesas correntes, que tiveram crescimento de 6,3% em 2024 (contra -0,5% em 2023 e novamente em 2022) enquanto os gastos com pessoal e encargos sociais cresceram 4,0% no último ano (contra 4,8% em 2023 e 5,8% em 2022). Os investimentos das administrações estaduais e do Distrito Federal também cresceram em 2024 – 8,2% contra queda de 22,5% em 2023 (ano pós-eleitoral) e crescimento de 79,7% em 2022 (ano eleitoral) – mas, como seria de esperar, bem menos que os das prefeituras.

Segundo dados dos RREOs, em 2024 as despesas correntes dos estados cresceram menos que as despesas correntes – o que ajuda a explicar o pequeno superávit primário obtido em 2024 pelos entes subnacionais. Com efeito, as receitas correntes das administrações públicas estaduais e do Distrito Federal cresceram 6,5% em termos reais em 2024, fundamentalmente como reflexo do crescimento de 10,2% do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), uma vez que tanto as receitas do Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA), isto é, 1,6%, quanto as advindas de transferências correntes (3,3%) cresceram bem menos.

## **Perspectivas**

O desaquecimento da economia deve afetar de modo negativo tanto o crescimento das receitas próprias (notadamente as tributárias) dos entes subnacionais quanto o das receitas advindas de transferências correntes – cuja origem também é, em grande medida, tributária, por conta da natureza das partilhas federativas da União com os estados e os municípios e dos estados com os municípios.

Elaboração: Pedro Marques Santana e Cláudio Hamilton Matos dos Santos

Sumário	1	
BOX 1	4	
BOX 2	7	
BOX 3	10	
1. Atividade econômica	13	
2. Mercado de trabalho, rendimento e preços	14	
2.1. O comportamento da desocupação e dos rendimentos		14
2.2. O comportamento recente da inflação	18	
3. Finanças Públicas	20	
4. Projeções do PIB e da Inflação para 2024 e 2025	25	
4.1. Projeções para o PIB	26	
4.2. Projeções para a inflação	28	

## 1. Atividade Econômica <sup>13</sup>

O produto interno bruto (PIB) brasileiro apresentou forte desaceleração no quarto trimestre de 2024, crescendo 0,2% em relação ao trimestre anterior, segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Esta perda de ritmo, já antecipada pelo desempenho dos indicadores mensais de atividade econômica, reflete os impactos iniciais de uma política monetária restritiva, além de uma demanda interna menos vigorosa, explicada pela aceleração da inflação, especialmente de alimentos, e por uma desvalorização cambial que encareceu importações e impactou negativamente a evolução da massa de rendimentos das famílias, particularmente nos dois últimos meses do ano. Embora estes fatores apontem para um crescimento menos robusto em 2025, também marcado por um menor impulso fiscal e um mercado de trabalho menos dinâmico, o desempenho esperado para alguns componentes mais exógenos da economia tende a contribuir positivamente, principalmente no primeiro trimestre do ano.

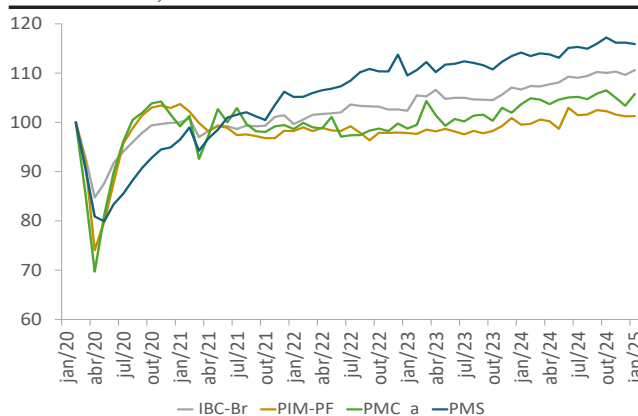
Nesse contexto, o IBC-Br, um dos indicadores que buscam retratar o nível geral da atividade econômica brasileira em base mensal, servindo de prévia para o PIB, iniciou o primeiro trimestre de 2025 exibindo avanço de 0,9% em janeiro, na comparação livre de efeitos sazonais. Esse resultado, o maior desde junho de 2024 (+1,1%), superou as expectativas do mercado, cuja mediana era 0,2%. Já na comparação interanual, o crescimento foi de 3,6%, representando aceleração em relação ao mês anterior (2,6%). Com o resultado de janeiro, o efeito de *carry-over* em comparação ao primeiro trimestre de 2025 ficou em 3,2% em termos interanuais e de 0,6% na margem.

Entre os setores produtivos, a agropecuária iniciou 2025 com perspectivas positivas, após um 2024 desafiador, quando o setor registrou queda de 3,2%, influenciada por condições climáticas adversas, como secas e inundações. Para 2025, segundo o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE e a Companhia Nacional de Abastecimento (Conab), espera-se uma safra recorde projetada em 323,8 milhões de toneladas de grãos (10,6% maior que a de 2024), liderada por culturas como soja e milho, cujo peso se concentra no primeiro trimestre do ano. Já a pecuária apresenta cenário mais moderado, caracterizado por uma menor oferta de gado após abates elevados no ano anterior e custos logísticos pressionados pela inflação.

A produção industrial, conforme a PIM-PF, apresentou variação nula (0%) em janeiro de 2025, na série com ajuste sazonal, resultado que sucedeu três quedas consecutivas na margem. Ainda nesta base de comparação, enquanto a indústria de transformação avançou 1,0%, devolvendo uma parte da queda acumulada nos dois últimos meses do ano, o setor extrativo registrou diminuição de 2,4%, impactada por paralisações em campos de petróleo e queda na extração de minério de ferro. Após acumular alta de 3,1% em 2024, tendo como um dos destaques a produção de veículos, o setor industrial tem pela frente um cenário mais adverso, impactado por uma política monetária restritiva, uma inflação ao produtor crescente e um ambiente global caracterizado por elevado grau de incerteza. Com o resultado de janeiro, o *carry-over* em relação ao primeiro trimestre de 2025 ficou em 1,2% em termos interanuais e em -0,4% na margem.

GRÁFICO 1.1

**Atividade econômica: evolução dos indicadores setoriais (jan./2020-jan./2025)**  
(Índices com ajuste sazonal, base: fev. de 2020 = 100)



Fonte: Ipea e IBGE.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea).  
Obs.: IBC-Br – Índice de Atividade Econômica do Banco Central; PIM-PF – Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física; PMC\_a – Pesquisa Mensal de Comércio; PMS – Pesquisa Mensal de Serviços.

13. Essa parte do texto é uma versão condensada de nota sobre o mesmo tema escrita por Leonardo Mello de Carvalho a ser disponibilizada no blog da *Carta de Conjuntura* do Ipea.

O comércio varejista, por sua vez, segundo a PMC, iniciou 2025 com alta de 2,3% na comparação dessazonalizada. Recuperando-se da retração verificada no último bimestre do ano passado, o crescimento do varejo no conceito ampliado foi liderado pelos segmentos mais sensíveis ao crédito, com destaque para a venda de veículos e materiais de construção. Já os segmentos mais sensíveis à renda, como é o caso das vendas em hipermercados e de produtos farmacêuticos, contribuíram negativamente. Se, por um lado, o mercado de trabalho segue ainda aquecido, a pressão da inflação sobre itens com peso relevante no orçamento familiar, assim como o encarecimento do crédito, tende a arrefecer a propensão ao consumo, reduzindo também os efeitos positivos do reajuste do salário mínimo neste começo de ano. Com o resultado de janeiro, o *carry-over* em relação ao primeiro trimestre de 2025 ficou em 1,4% em termos interanuais e em 0,8% na margem.

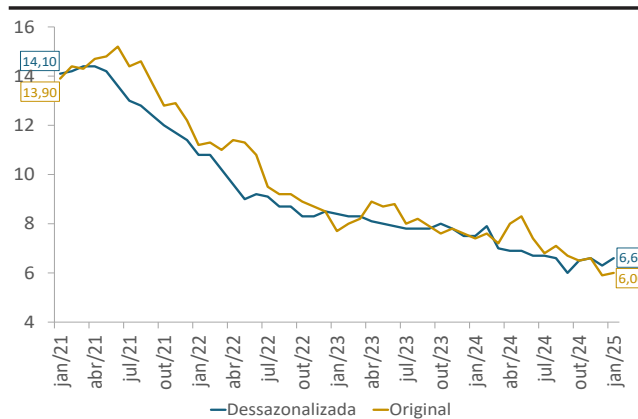
O setor de serviços, conforme a PMS, registrou queda de 0,2% em janeiro de 2025 frente ao mês anterior, na série com ajuste sazonal. Esse recuo, após estabilidade em dezembro de 2024 (0%) e queda em novembro do mesmo ano (-0,9%), foi influenciado principalmente pela retração nos serviços de transporte (-13,3%) e de alojamento e alimentação, enquanto segmentos como informação e comunicação (+3,0%) tiveram aumento. Já na comparação com o mesmo período de 2024, o volume de serviços cresceu pelo décimo mês consecutivo, embora a alta de 1,6% aponte para uma desaceleração em relação ao ritmo verificado anteriormente. Os segmentos de serviços mais diretamente ligados à renda das famílias, como comércio, alimentação fora do domicílio e lazer, tendem a enfrentar um cenário mais desafiador em 2025. Isso ocorre devido à persistência da inflação de serviços, cuja inércia torna sua trajetória mais resiliente aos efeitos da política monetária. Além disso, a acomodação esperada no mercado de trabalho pode limitar o crescimento da massa salarial, afetando ainda mais a demanda nesses setores. Com o resultado de janeiro, o *carry-over* em relação ao primeiro trimestre de 2025 ficou em 1,8% em termos interanuais e em -0,5% na margem.

## 2. Mercado de trabalho, rendimentos e preços <sup>14</sup>

### 2.1 – Rendimentos e desocupação

Os principais dados referentes ao emprego no país mostram que, embora ainda se mantenha em patamar favorável, o mercado de trabalho brasileiro começa a dar sinais de desaquiecimento, em consonância com a redução do ritmo de crescimento da atividade econômica no quarto trimestre de 2024. Em janeiro, a taxa de desocupação obtida por meio da mensalização dos dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) ficou em 7,1%, recuando 0,9 p.p. na comparação com o mesmo período de 2024 (gráfico 2.1). Já na série livre de efeitos sazonais, a taxa apurada de 6,6% em janeiro mostra uma pequena aceleração em relação a dezembro (6,3%), mesmo diante de uma retração da taxa de participação. Ainda de acordo com a pesquisa do IBGE, entre dezembro de 2024 e janeiro de 2025, a taxa de participação recuou de 62,4% para 61,9%, gerando, portanto, um alívio sobre a taxa de desocupação (gráfico 2.2). Por certo, na hipótese de que a taxa de participação corrente estivesse em nível próximo ao observado no biênio 2018-2019 – 63,4%, em média – a taxa de desocupação, ajustada sazonalmente, em janeiro, seria de 9,4%, ou seja, 3,0 p.p. acima da registrada.

GRÁFICO 2.1  
Taxa de desocupação  
(Em %)



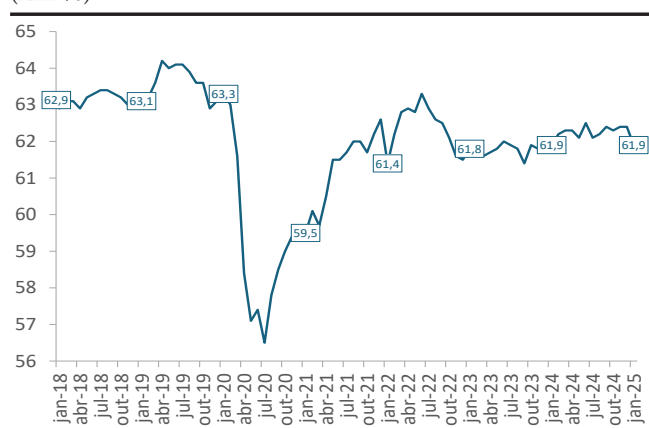
Fonte: PNAD Contínua/IBGE.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

14. Esta seção é uma versão resumida dos textos sobre inflação e mercado de trabalho escritos por Maria Andreia Parente Lameiras e equipe e Sandro Sachett de Carvalho para a *Carta de Conjuntura* do Ipea do primeiro trimestre de 2025, disponíveis no respectivo blog.

Esta contribuição à queda da desocupação vinda pela taxa de participação reflete, sobretudo, a perda de dinamismo da força de trabalho, cujo ritmo de crescimento nos anos mais recentes se mantém bem aquém daquele registrado no período pré-pandemia. Segundo o IBGE, a taxa média de expansão anual da força de trabalho recuou de 1,4%, no período entre 2013 e 2019, para 0,6%, entre 2020 e 2024. Nesta mesma base de comparação, o aumento médio da população em idade ativa passou de 1,2% para 0,9%. Os dados da PNAD Contínua mostram que, em janeiro de 2025, a força de trabalho no mercado brasileiro era composta por 109,2 milhões de pessoas, o que corresponde a uma alta de 0,6% na comparação com janeiro de 2024. Já em relação a dezembro, a força de trabalho ajustada sazonalmente recuou 0,7%, chegando a 109,5 milhões (gráfico 2.3).

**GRÁFICO 2.2**  
**Taxa de participação dessazonalizada**  
(Em %)

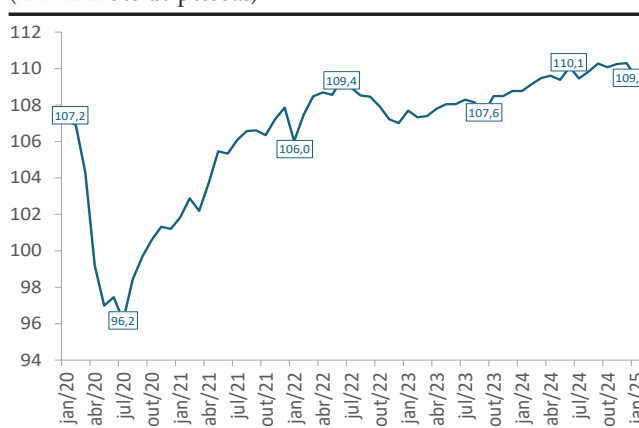


Fonte: PNAD Contínua/IBGE e Diretoria de Estudos e Políticas Sociais (Disoc) do Ipea.

Adicionalmente a esta perda de dinamismo da força de trabalho, vem crescendo sistematicamente a proporção de pessoas que estão fora da força de trabalho e que não retornariam ao mercado de trabalho mesmo se houvesse uma proposta de emprego. De acordo com os microdados extraídos da PNAD Contínua, no quarto trimestre de 2024, esta parcela chegou a 86,1% (gráfico 2.4), o que significa que apenas 13,9% das pessoas que estão fora da força de trabalho teriam algum interesse em retornar à atividade caso surgisse uma oportunidade de trabalho considerada vantajosa.

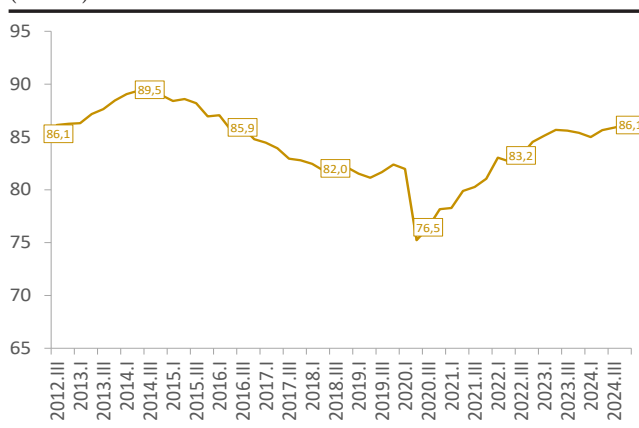
No que se refere à ocupação, tanto os dados da PNAD Contínua quanto do Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) revelam que, a despeito de uma taxa de participação menos pressionada, a expansão da população ocupada foi o principal vetor de desaceleração da taxa de desocupação nos últimos anos. Segundo a pesquisa do IBGE, em janeiro, o montante de ocupados na economia era de 102,5 milhões de trabalhadores, o que significa um crescimento anual de 1,6%. Nota-se, entretanto, que nos meses mais recentes têm surgido sinais de que a capacidade de geração de novas vagas começa a perder intensidade. No trimestre móvel encerrado em janeiro de 2025, a taxa média de crescimento da ocupação foi de 2,4%, ficando abaixo, portanto, dos 3,4% registrados no trimestre imediatamente anterior.

**GRÁFICO 2.3**  
**Força de trabalho: dados dessazonalizados**  
(Em milhões de pessoas)



Fonte: PNAD Contínua/IBGE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 2.4**  
**Proporção de indivíduos fora da força de trabalho que não almejam retornar ao mercado de trabalho**  
(Em %)

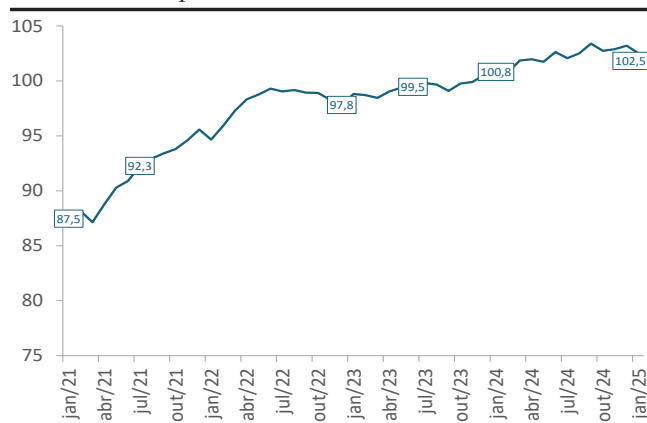


Fonte: PNAD Contínua/IBGE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Adicionalmente, após a dessazonalização, observa-se que a população ocupada de 102,5%, em janeiro, recuou 0,7% ante a apontada em dezembro de 2024 (gráfico 2.5).

Nota-se, ainda, que esta perda de dinamismo recente da ocupação se deve à queda no ritmo de crescimento do emprego informal. De fato, em outubro de 2024, a taxa de crescimento em doze meses tanto do emprego formal quanto do informal era de aproximadamente 3,0%. Já em janeiro, enquanto a taxa de expansão da ocupação formal avançou para 3,3%, a da ocupação informal recuou para 2,2% (gráfico 2.6).

**GRÁFICO 2.5**  
**População ocupada: dados dessazonalizados**  
(Em milhões de pessoas)

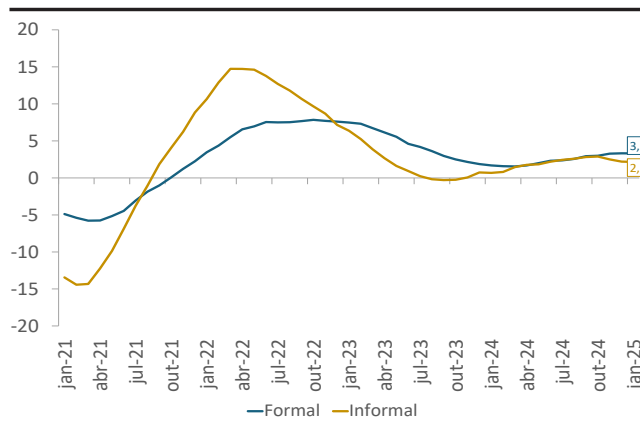


Fonte: PNAD Contínua/IBGE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

De modo semelhante ao apontado pela pesquisa do IBGE, os dados do Novo Caged também sinalizam um cenário favorável para a ocupação formal no país, mas com indícios de desaceleração. Segundo os dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), no acumulado em doze meses, até janeiro de 2025, a economia brasileira gerou 1,65 milhão de novas vagas com carteira assinada, o que corresponde a um aumento de 7,4% em relação ao observado no mesmo período de 2024 (1,54 milhão), mas uma queda de 2,1% em comparação ao registrado em dezembro último (gráfico 2.7). Desta forma, o estoque de trabalhadores formais chegou a 47,3 milhões em janeiro de 2025, o que representa alta interanual de 3,6%.

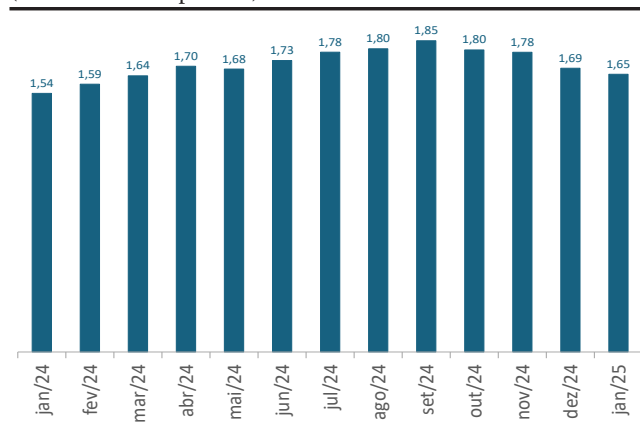
Por fim, os dados dos rendimentos do trabalho do quarto trimestre de 2024 apresentaram uma elevação da renda em relação ao trimestre anterior, retomando os contínuos aumentos da renda iniciados no segundo semestre de 2023. Como ilustra o gráfico 2.8, 2022 foi um ano de recuperação da renda após a forte queda em 2021, tendo em vista as fortes taxas de crescimento da renda na comparação interanual. O primeiro semestre de 2023 mostrou uma renda média estável e, portanto, desaceleração das elevadas taxas de crescimento interanuais até então observadas. A partir do terceiro trimestre de 2023, a renda tornou a se elevar até atingir R\$ 3.293,00 no segundo trimestre de 2024 (em reais de

**GRÁFICO 2.6**  
**Ocupação formal e informal: Variação interanual**  
(Média de doze meses, em %)



Fonte: PNAD Contínua/IBGE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 2.7**  
**Novo Caged: Saldo de empregos formais acumulados em doze meses**  
(Em milhões de pessoas)

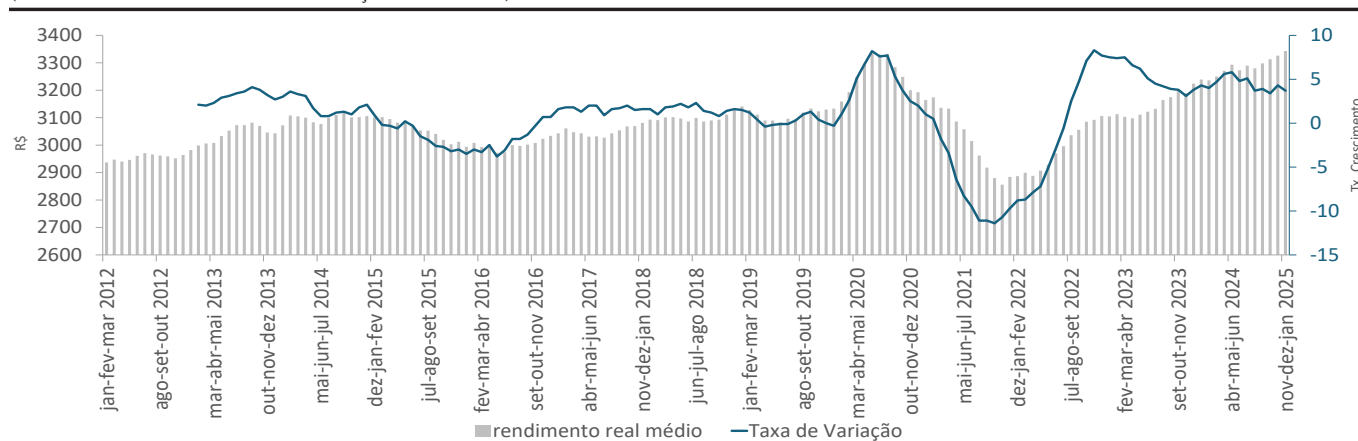


Fonte: Novo Caged. Ministério do Trabalho e Emprego.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.



dezembro de 2024). Após uma estabilidade no terceiro trimestre, no quarto trimestre de 2024, a renda média alcançou R\$ 3.326,00, representando um aumento interanual de 4,3%. No trimestre móvel terminado em janeiro de 2025, a renda média voltou a subir para R\$ 3.343,00, sendo 3,7% acima do observado no mesmo trimestre do ano anterior.

**GRÁFICO 2.8**  
**PNAD Contínua: rendimento habitual médio**  
 (Em valor absoluto e taxa de variação interanual)



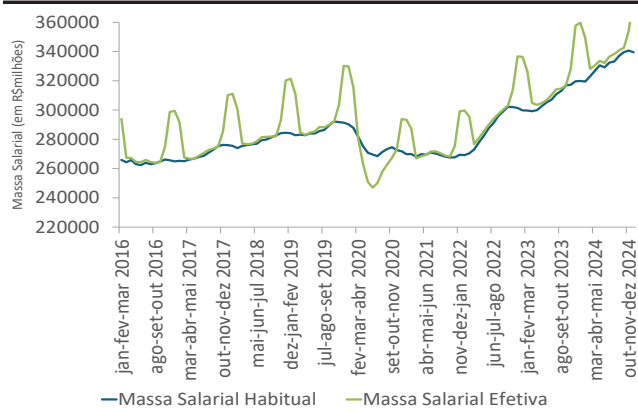
Fonte: Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

No trimestre móvel terminado em janeiro de 2025, a renda média esteve acima da observada no pico causado pela pandemia (terceiro trimestre de 2020), representando, portanto, o maior valor da série histórica. Vale lembrar que o aumento da renda média causado pela pandemia entre o primeiro e o terceiro trimestres de 2020 deveu-se à saída de trabalhadores de baixa remuneração do mercado de trabalho, gerando um efeito composição, no qual eram os trabalhadores mais bem pagos aqueles que permaneceram ocupados.

Dentro do contexto dos efeitos da pandemia, apesar de se observar um relativo aumento dos rendimentos habituais médios em 2020, a forte queda da população ocupada causou um considerável impacto negativo na massa salarial real habitual. Na comparação interanual, os dados apontam que, já no trimestre móvel terminado em abril de 2020, a massa de rendimentos real habitualmente recebida apresentou queda de 0,6%. Ao longo de 2020, a massa habitual acelerou seu ritmo de queda, mostrando uma retração de 6,2% no primeiro trimestre de 2021. Contudo, quando os rendimentos habituais médios apresentaram queda significativa, a massa habitual teve quedas menos intensas, justamente em virtude da recuperação da população ocupada em 2021. Ao longo de 2022, aliando-se o aumento da população ocupada à recuperação da renda, a massa salarial apresentou expressiva elevação, tendo a habitual aumentado 12,8% no quarto trimestre de 2022, em relação ao mesmo trimestre de 2021. No quarto trimestre de 2024, a massa salarial efetiva alcançou uma média mensal de R\$ 340,7 bilhões, 7,4% ou R\$ 23,4 bilhões maior que no mesmo trimestre de 2023 e 2,3% maior que no trimestre anterior (R\$ 7,5 bilhões). No trimestre móvel terminado em janeiro de 2025, a massa salarial média habitual foi de R\$ 339,5 bilhões, ou 6,2% maior na comparação interanual.

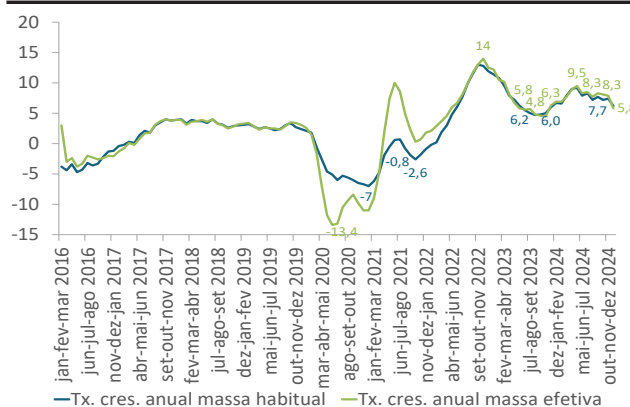
Cabe ressaltar que, considerando a massa dos rendimentos efetivos, a queda chegou a alcançar 13,4% no trimestre móvel terminado em julho de 2020 (gráfico 2.10). No quarto trimestre de 2022, houve um crescimento de 14,0% e, no quarto trimestre de 2024, o crescimento interanual foi de 7,9%, alcançando a soma de R\$ 354,0 bilhões (R\$ 26,0 bilhões maior que no quarto trimestre de 2023). No trimestre móvel terminado em janeiro de 2025, a massa salarial mensal média efetiva foi de R\$ 378,5 bilhões, ou 5,8% maior na comparação interanual.

**GRÁFICO 2.9**  
**Massa salarial real habitual e efetiva**  
(Em R\$ milhões)



Fonte: PNAD Contínua/IBGE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 2.10**  
**Taxa de variação interanual da massa salarial real habitual e efetiva**  
(Em %)

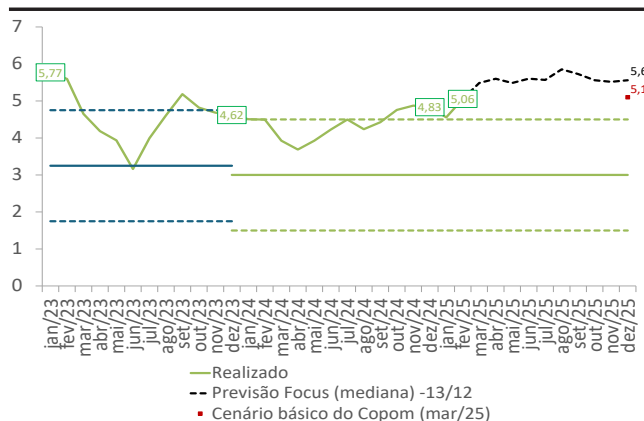


Fonte: PNAD Contínua/IBGE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

## 2.2 – Inflação

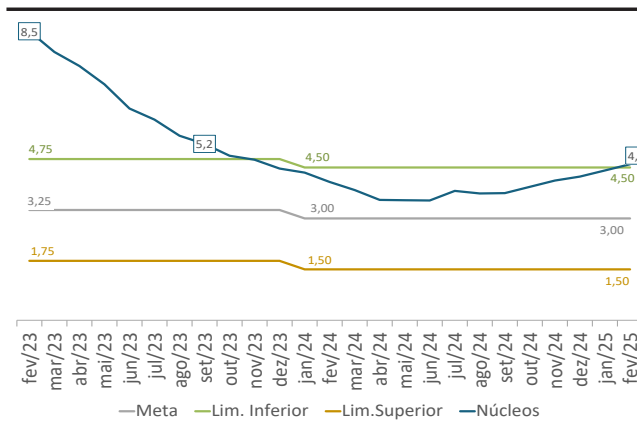
Os dados mais recentes mostram que o ambiente inflacionário brasileiro continua bastante pressionado, combinando índices de preços em patamares pouco confortáveis e contínua aceleração das medidas de núcleo, mantendo, assim, as expectativas de inflação desancoradas. Em fevereiro, a inflação brasileira acumulada em doze meses, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), registrou alta de 5,06% , atingindo o maior nível desde setembro de 2023 . Além do impacto da alta dos alimentos, a aceleração dos preços dos bens industriais e os reajustes mais intensos dos serviços, especialmente os subjacentes, explicam este quadro de deterioração inflacionária. Nesse contexto, tanto as expectativas de mercado, retratadas no relatório Focus, do Banco Central do Brasil (BCB), quanto o cenário base, definido pelo Comitê de Política Monetária (Copom), em março, sinalizam que o processo de desinflação brasileiro tende a ser mais longo e custoso (gráfico 2.11), tendo em vista que as projeções mostram uma nova aceleração da inflação em 2025, comparativamente à observada em 2024. Assim como vem ocorrendo com os índices de preços, as métricas de núcleo da inflação também retratam um cenário mais adverso, tendo em vista que, diante da recente aceleração, estas medidas também já se encontram, inclusive, acima do teto da meta estipulada para os próximos anos (gráfico 2.12).

**GRÁFICO 2.11**  
**IPCA: taxa de variação acumulada em doze meses e metas de inflação**  
(Em %)



Fonte: IBGE e BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 2.12**  
**IPCA: média de núcleos acumulada em doze meses**  
(Em %)

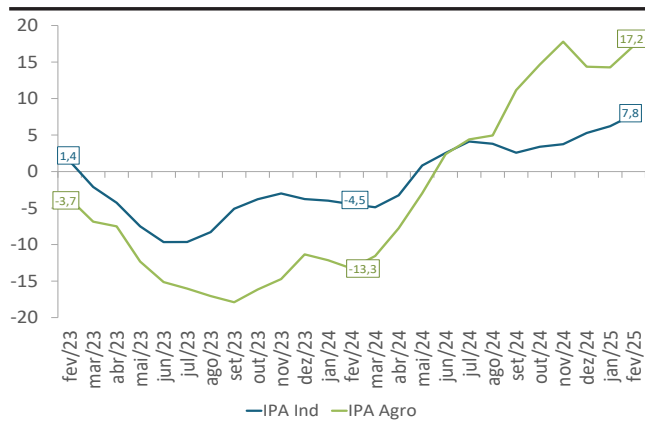


Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

A partir da desagregação do IPCA por categorias, observa-se que a variação de 5,1% acumulada em doze meses reflete a alta de 5,2% dos preços administrados, de 7,1% dos alimentos, de 5,3% dos serviços e de 3,2% dos bens industriais (gráfico 2.13).

No caso dos alimentos, nota-se que mesmo diante de uma descompressão inflacionária no último bimestre, este segmento ainda mostra taxas de variações de preços em doze meses bastante elevadas, refletindo, sobretudo, o aumento de 17,2% dos preços agropecuários ao produtor (gráfico 2.14). De modo similar, a alta de 7,8% dos preços industriais ao produtor vem impactando de maneira mais forte os bens de consumo no varejo, cuja taxa de inflação em doze meses avançou de 0,9%, em fevereiro de 2024, para 3,2%, em fevereiro de 2025. Nota-se que a alta dos preços no atacado é resultante do aumento dos custos de matérias-primas, repercutindo a aceleração das cotações das *commodities* no mercado internacional, além da forte desvalorização cambial (gráfico 2.15). No acumulado em doze meses, as *commodities* metálicas registraram alta de 21,0%, enquanto as agrícolas apontam variação de 8,8%. Já a desvalorização cambial observada entre fevereiro de 2024 e fevereiro de 2025 é de aproximadamente 17%.

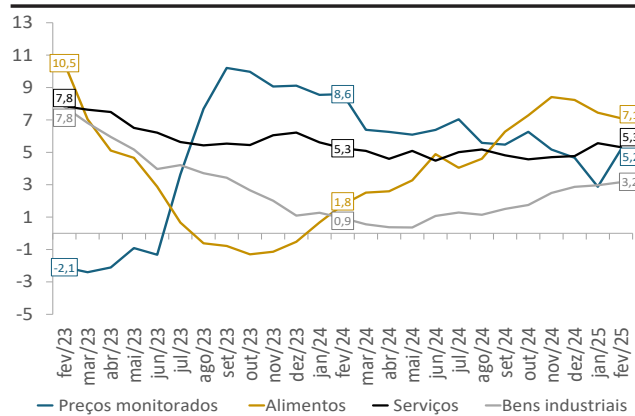
GRÁFICO 2.14  
Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA): taxa de variação acumulada em doze meses (Em %)



Fonte: Fundação Getulio Vargas (FGV).  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

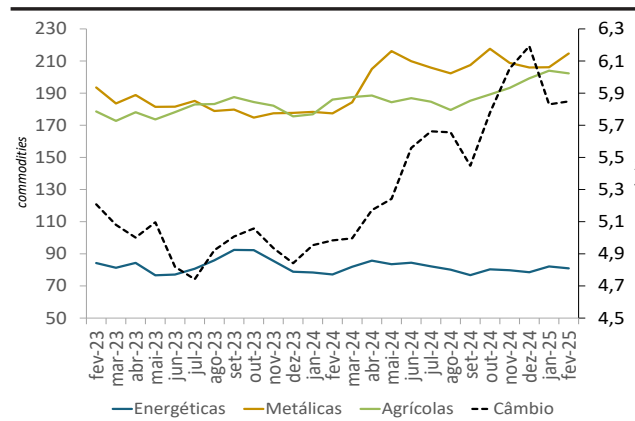
Em relação aos preços administrados, observa-se que, embora na margem tenha ocorrido um repique inflacionário, este conjunto de bens e serviços vem registrando uma trajetória de desaceleração que deve perdurar nos próximos meses, beneficiado por altas mais amenas da gasolina, da energia elétrica, dos medicamentos e dos planos de saúde. Por fim, o comportamento da inflação dos serviços livres reflete uma trajetória bastante resiliente, sustentada, de um lado, pela continuidade da expansão da massa de rendimentos e, de outro, pelo aumento dos custos relativos à mão de obra, ambos provenientes de um mercado de trabalho ainda bastante dinâmico.

GRÁFICO 2.13  
IPCA por categorias: taxa de variação acumulada em doze meses (Em %)



Fonte: IBGE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 2.15  
Índice de commodities e taxa de câmbio (Em US\$)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Dez./2005 = 100 e taxa de câmbio R\$/US\$.

### 3. Finanças públicas: análise da evolução da despesa primária, incluindo as transferências por repartição de receitas (2022 a 2024) <sup>15</sup>

Ao analisar os pagamentos totais – despesas do exercício e restos a pagar – efetuados no triênio 2022/2024, incluindo os desembolsos relacionados às transferências por repartição de receitas, nota-se que, em 2023, último ano de vigência do antigo teto de gastos, tornou-se desafiador acomodar as demandas por aumento das despesas públicas, devido ao limite estabelecido para o crescimento da despesa. É pertinente destacar que, já em 2022, o aumento do benefício Auxílio Brasil/Bolsa Família somente foi viabilizado por meio da abertura de créditos extraordinários, no contexto da decretação do estado de emergência associado à elevação dos preços de petróleo, combustíveis e seus derivados – uma exceção ao teto válida apenas para aquele ano, sem espaço disponível no teto de gastos para reajustes do referido benefício em 2023. Adicionalmente, havia forte demanda para recompôr dotações orçamentárias das despesas discricionárias que haviam sido comprimidas durante a vigência do antigo teto de gastos.

TABELA 3.1  
Despesas primárias PLOA/LOA  
(Em R\$ bilhões)

Discriminação	2023		b-a
	PLOA (a)	LOA (b)	
<b>Dentro do Teto</b>	<b>1.813,4</b>	<b>1.979,1</b>	<b>165,7</b>
2 - Transferências por Repartição de Receitas	22,2	22,2	0,0
<b>3 - Despesas Primária</b>	<b>1.791,2</b>	<b>1.956,9</b>	<b>165,7</b>
Benefícios Previdenciários	862,3	867,0	4,7
Pessoal e Encargos Sociais	350,2	350,3	0,1
Abono e Seguro Desemprego	69,3	70,3	1,0
Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV	86,7	87,8	1,1
Sentenças Judiciais e Precatórios - OCC	9,2	9,2	0,0
Subsídios e Subvenções	21,9	22,8	0,8
Outras Despesas Obrigatórias	27,3	27,0	-0,4
Obrigatórias com Controle de Fluxo	247,1	329,0	81,9
Benefícios a servidores públicos	15,0	15,0	0,0
Bolsa Família e Auxílio Brasil	105,7	175,7	70,0
Saúde	112,5	122,5	10,0
Educação	6,8	8,4	1,6
Demais	7,2	7,4	0,3
Discricionárias	117,1	193,4	76,4
Saúde	10,1	41,1	31,0
Educação	18,4	29,0	10,6
Defesa	11,5	13,1	1,6
Transporte	6,8	19,4	12,6
Administração	6,0	7,4	1,4
Ciência e Tecnologia	5,1	6,0	0,9
Segurança Pública	2,6	3,7	1,1
Assistência Social	2,9	10,5	7,6
Demais	18,3	63,3	45,0
Reserva de contingência para emendas	35,3	0,0	-35,3
<b>Fora do Teto</b>	<b>525,1</b>	<b>525,1</b>	<b>0,0</b>
Exceção: Encontro de Contas	0,3	0,3	0,0
Exceção: FCDF	22,8	22,8	0,0
Exceção: IFEs e ICTs custeadas com receitas próprias	1,3	1,3	0,0
Exceção: Parcelamento de Sentenças Judiciais	15,1	15,1	0,0
Exceção: Piso da Enfermagem	0,0	0,0	0,0
Exceção: Pleitos Eleitorais	0,7	0,7	0,0
Exceção: Transf p/ união destinadas à execução direta de obras e serv de engenharia	0,0	0,0	0,0
Exceção: Transf. E/M	484,8	484,8	0,0
<b>Total</b>	<b>2.338,5</b>	<b>2.504,2</b>	<b>165,7</b>

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/ckan/dataset/despesas-e-transferencias-totais>.

Obs.: Loas – Lei Orgânica da Assistência Social; RMV – Renda Mensal Vitalícia; OCC – Orçamento de Outros Custeio e Capital; FCDF – Fundo Constitucional do Distrito Federal; E/M – Estado/município.

15. Esta seção é uma versão condensada do texto de autoria de Sergio Fonseca Ferreira e Marco Cavalcanti a ser divulgado no blog da Carta de Conjuntura do Ipea.

Nesse contexto, o Congresso aprovou a Emenda Constitucional (EC) no 126/2022, aumentando o teto de gastos para 2023 em R\$ 145 bilhões e criando categorias de despesas fora do teto, ampliando o espaço para novas despesas em cerca de R\$ 165,7 bilhões. Dessa forma, considerando a ampliação do teto de gastos, a Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2023 já previa um déficit primário de R\$ 228,1 bilhões para o governo central.

A tabela 3.1 demonstra a expansão das dotações orçamentárias ocorridas entre o Projeto de Lei Orçamentária Anual (Ploa) e a LOA, viabilizada pela EC no 126. As despesas orçadas sujeitas ao limite de gastos aumentaram de R\$ 1.813,4 bilhões para R\$ 1.979,1 bilhões. A maior parte desse aumento foi destinada ao programa Bolsa Família (R\$ 70 bilhões) e às despesas discricionárias (R\$ 76,4 bilhões).

A ampliação do teto de gastos em 2023, juntamente com a exclusão do teto de algumas despesas primárias, resultou em um acréscimo de R\$ 165,7 bilhões nas dotações orçamentárias. Esse aumento impactou o volume total de pagamentos no referido ano, que, somado ao pagamento dos passivos acumulados de precatórios, no montante de R\$ 92,4 bilhões, contribuiu para um déficit primário de R\$ 228,5 bilhões, observado em 2023 – uma deterioração fiscal significativa quando comparada ao superávit de R\$ 46,4 bilhões registrado no ano anterior.

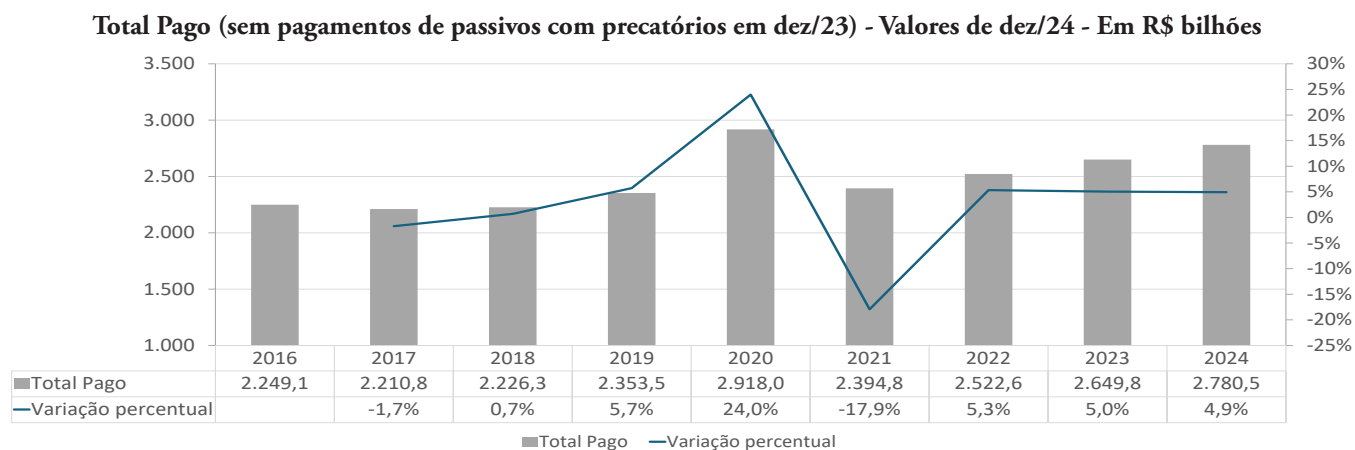
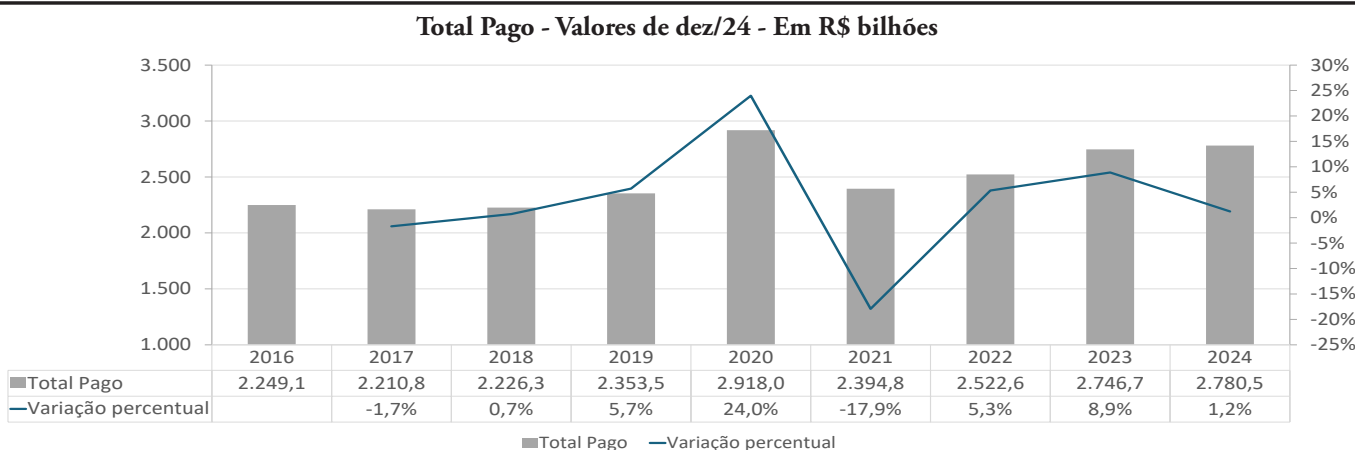
É relevante mencionar que a pressão sobre as despesas primárias começou já em 2022, com as alterações no cálculo de reajuste do antigo teto de gastos, introduzidas pela EC no 113/2021. Esta emenda estabeleceu o novo regime de pagamento de precatórios e modificou o critério de atualização dos limites de despesa do regime fiscal vigente até 2023, passando a considerar o IPCA acumulado nos doze meses de janeiro a dezembro do exercício anterior à lei orçamentária, em vez de ser calculado com base no período de doze meses encerrado em junho do exercício anterior. Além disso, houve um impacto no crescimento das despesas fora do teto, especialmente nas transferências por repartição de receitas, devido ao bom desempenho da arrecadação em 2022. Também contribuiu para esse aumento o pagamento parcial do Auxílio Brasil/Bolsa Família por meio de créditos extraordinários (despesa fora do teto de gastos) naquele ano, que passou de R\$ 30,7 bilhões, em 2021, para R\$ 125,8 bilhões, em 2022 (R\$ 27,6 bilhões foram pagos por créditos extraordinários), em valores de dezembro de 2024.

Para 2024, o limite de despesas estabelecido no Novo Arcabouço Fiscal baseou-se nas dotações orçamentárias primárias da LOA 2023, incluindo créditos suplementares e especiais, totalizando R\$ 1.964 bilhões. A inflação medida pelo IPCA até junho de 2023 foi de 3,16%, acrescentando R\$ 62 bilhões ao limite de 2024. Com a variação real da receita primária de 2,43% no mesmo período, a despesa primária pôde aumentar em 1,70% (70% de 2,43%), ou R\$ 34 bilhões. Na LOA de 2024, o aumento total no limite de despesas primárias foi de R\$ 96 bilhões, resultando em um limite de R\$ 2.060,6 bilhões, posteriormente revisado para R\$ 2.105,1 bilhões.

No decorrer de 2024, as despesas do governo central foram impactadas pelos gastos com créditos extraordinários no valor de R\$ 32,9 bilhões, majoritariamente destinados ao enfrentamento da calamidade pública no Rio Grande do Sul, os quais ficaram fora do limite de gastos do Novo Arcabouço Fiscal. Além disso, do déficit primário acumulado naquele ano, de R\$ 43,0 bilhões (valores correntes), foram excluídos do cálculo para cumprimento da meta de resultado primário os créditos extraordinários e a renúncia de receita destinados a enfrentar a calamidade pública no Rio Grande do Sul e a emergência climática, totalizando uma dedução de R\$ 32,0 bilhões. Isso resultou em um déficit primário ajustado de R\$ 11,0 bilhões, dentro da margem inferior da meta de resultado primário, que era um déficit de R\$ 28,8 bilhões.

Conforme ilustrado pelo gráfico 3.1, observou-se um crescimento significativo no volume total de pagamentos em 2023, com um aumento real de 8,9% em comparação a 2022 (5,0% ao desconsiderar o pagamento de precatórios em dezembro de 2023). Em 2024, sob as novas regras fiscais, a despesa apresentou um crescimento real menor, de 1,2% em relação a 2023 (4,9% excluindo os precatórios de 2023).

GRÁFICO 3.1  
Total pago: despesas e transferências por repartição de receita (2016-2024)



Fonte: STN. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/ckan/dataset/despesas-e-transferencias-totais>.

A análise das despesas primárias de 2022 a 2024 mostra um crescimento significativo nas transferências para pessoas. Em valores de dezembro de 2024, os pagamentos aumentaram de R\$ 1.308,2 bilhões, em 2022, para R\$ 1.415,7 bilhões, em 2024, um crescimento real de R\$ 107,5 bilhões (8,2%). Destaques incluem o aumento do Bolsa Família (36,6%), do abono salarial e seguro-desemprego (14,5%) e do Benefício de Prestação Continuada (26,5%).

As transferências para estados e municípios também tiveram um impacto significativo no aumento das despesas primárias entre 2022 e 2024, com um crescimento real de R\$ 75,6 bilhões (11%). Esta expansão foi influenciada pelo fundo de participação dos estados e municípios (em função do aumento da arrecadação em 2024), pelas despesas com o Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação (Fundeb) (com a aprovação da EC no 108/2020, a contribuição da União, que antes representava 10% do fundo, tem sido aumentada gradualmente, visando atingir 23% até 2026) e pelos gastos com a função saúde (a partir de 2024, os gastos mínimos com Ações e Serviços Públicos de Saúde (ASPS) voltaram a ser calculados com base na receita corrente líquida – RCL, correspondendo a 15% dela).

TABELA 3.2  
Despesas primárias e transferências por repartição de receitas (2022-2024)<sup>1</sup>  
(Em R\$ bilhões)

Ano	2022 (a)	2023 (b)	b - a	(b/a)-1	2024 (c)	c - b	(c/b)-1	c - a	(c/a)-1
<b>1 - Transferências para pessoas</b>	<b>1.308,2</b>	<b>1.415,7</b>	<b>107,4</b>	<b>8,2%</b>	<b>1.461,8</b>	<b>46,2</b>	<b>3,3%</b>	<b>153,6</b>	<b>11,7%</b>
Benefícios Previdenciários	856,4	897,8	41,3	4,8%	931,5	33,7	3,8%	75,1	8,8%
Pessoal e Encargos Sociais - Aposentadorias e pensões civis	102,5	102,7	0,2	0,2%	103,1	0,4	0,4%	0,5	0,5%
Pessoal e Encargos Sociais - Reformas e pensões militares	66,0	65,5	-0,5	-0,7%	64,9	-0,6	-0,9%	-1,1	-1,6%
Abono e Seguro Desemprego	72,0	77,7	5,6	7,8%	82,5	4,8	6,2%	10,5	14,5%
Benefícios de Prestação Continuada da LOAS/RMV - Benefícios	85,4	94,7	9,4	11,0%	108,0	13,3	14,0%	22,6	26,5%
Obrigatórias com Controle de Fluxo - Bolsa Família e Auxílio Brasil	125,8	177,2	51,4	40,9%	171,8	-5,4	-3,1%	46,0	36,6%
<b>2 - Transferências para Estados e Municípios</b>	<b>685,9</b>	<b>707,2</b>	<b>21,2</b>	<b>3,1%</b>	<b>761,6</b>	<b>54,4</b>	<b>7,7%</b>	<b>75,6</b>	<b>11,0%</b>
FPM / FPE / IPI-EE	381,2	376,6	-4,6	-1,2%	420,7	44,0	11,7%	39,4	10,3%
Demais Transferências por Repartição de Receita	117,2	92,8	-24,4	-20,9%	94,7	1,9	2,0%	-22,6	-19,2%
FUNDEB (Complem. União)	36,7	40,0	3,3	9,0%	48,6	8,6	21,5%	11,9	32,4%
Apoio Fin. EE/MM	6,7	23,0	16,3	242,1%		-23,0	-100,0%	-6,7	-100,0%
Demais Transferências Obrigatórias	4,5	4,3	-0,2	-4,5%	5,9	1,6	37,4%	1,4	31,2%
Obrigatórias com Controle de Fluxo - Saúde	92,4	108,9	16,5	17,8%	123,9	15,0	13,8%	31,4	34,0%
Obrigatórias com Controle de Fluxo - Educação	10,9	8,7	-2,3	-20,7%	8,2	-0,5	-5,5%	-2,7	-25,1%
Obrigatórias com Controle de Fluxo - Demais	1,8	2,2	0,5	27,7%	2,4	0,1	5,6%	0,6	34,9%
Discricionárias - Saúde	18,3	20,4	2,1	11,4%	29,3	8,9	43,7%	11,0	60,1%
Discricionárias - Educação	1,1	4,2	3,0	264,7%	4,6	0,4	9,8%	3,5	300,5%
Discricionárias - Demais	15,0	26,1	11,1	73,8%	23,4	-2,6	-10,1%	8,4	56,2%
<b>3 - Despesas com servidores (Ativo civil e militar)</b>	<b>194,3</b>	<b>197,1</b>	<b>2,9</b>	<b>1,5%</b>	<b>202,0</b>	<b>4,9</b>	<b>2,5%</b>	<b>7,7</b>	<b>4,0%</b>
Pessoal e Encargos Sociais - Ativo civil	155,4	159,5	4,1	2,6%	165,6	6,1	3,9%	10,2	6,6%
Pessoal e Encargos Sociais - Ativo militar	38,9	37,6	-1,2	-3,2%	36,4	-1,2	-3,3%	-2,5	-6,4%
<b>4 - Sentenças e Precatórios</b>	<b>65,1</b>	<b>160,3</b>	<b>95,1</b>	<b>146,0%</b>	<b>72,1</b>	<b>-88,1</b>	<b>-55,0%</b>	<b>7,0</b>	<b>10,7%</b>
<b>5 - Demais</b>	<b>269,0</b>	<b>266,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,9%</b>	<b>282,9</b>	<b>16,5</b>	<b>6,2%</b>	<b>13,9</b>	<b>5,2%</b>
Demais Despesas Obrigatórias	70,1	69,7	-0,4	-0,6%	67,5	-2,2	-3,2%	-2,7	-3,8%
Obrigatórias com Controle de Fluxo - Benefícios a servidores públicos	16,0	16,4	0,4	2,7%	19,1	2,7	16,4%	3,1	19,6%
Obrigatórias com Controle de Fluxo - Saúde	30,9	29,8	-1,1	-3,7%	32,6	2,9	9,7%	1,7	5,6%
Obrigatórias com Controle de Fluxo - Educação	0,1	0,0	0,0	-6,3%	0,1	0,0	11,7%	0,0	4,7%
Obrigatórias com Controle de Fluxo - Demais	4,8	5,1	0,3	7,1%	7,5	2,3	45,2%	2,7	55,5%
Discricionárias - Saúde	19,7	20,1	0,4	2,1%	23,9	3,8	19,0%	4,2	21,5%
Discricionárias - Educação	21,1	32,7	11,6	55,1%	24,8	-7,9	-24,1%	3,7	17,7%
Discricionárias - Demais	106,4	92,6	-13,8	-13,0%	107,5	14,9	16,1%	1,1	1,0%
<b>Total</b>	<b>2.522,6</b>	<b>2.746,7</b>	<b>224,1</b>	<b>8,9%</b>	<b>2.780,5</b>	<b>33,8</b>	<b>1,2%</b>	<b>257,9</b>	<b>10,2%</b>

Fonte: STN. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/ckan/dataset/despesas-e-transferencias-totais>.

Nota: <sup>1</sup> Em valores de dezembro de 2024.

Obs.: FPM – Fundo de Participação dos Municípios; FPE – Fundo de Participação dos Estados; IPI-EE – Imposto sobre Produtos Industrializados Exportação; EE/MM – Estados e Municípios.

## Lei Orçamentária Anual de 2025 (LOA 2025) aprovada no Congresso Nacional, mas aguardando Sanção Presidencial

O Projeto de Lei Orçamentária Anual de 2025 (Ploa 2025) previa um déficit primário de R\$ 40,4 bilhões (-0,33% do PIB). No entanto, os precatórios de R\$ 44,1 bilhões (excedentes ao limite estabelecido na EC no 114/2021) foram excluídos da meta de resultado primário, conforme decisão do Supremo Tribunal Federal (STF). Com essa exclusão, o resultado primário projetado para fins de cumprimento da meta era superavitário em R\$ 3,7 bilhões, acima do previsto na LDO 2025, que foi fixada em zero, com um intervalo de tolerância de R\$ 31,0 bilhões para mais ou para menos. Este intervalo está de acordo com o art. 4º, § 5º, inciso IV, da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) (inciso incluído pela LC no 200/2023), que permite uma variação de até 0,25% do PIB previsto no Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO).

Na LOA 2025, aprovada pelo Congresso Nacional, que aguarda sanção presidencial, projeta-se para o governo central um superávit de R\$ 15,0 bilhões, excluindo os precatórios que excedem o limite estabelecido, cumprindo

a meta de resultado primário da LDO. Vale destacar que o aumento na estimativa de arrecadação ocorrido entre o Ploa e a LOA, após a repartição de receita e a complementação ao Fundeb, ocasionou a melhora observada na estimativa de resultado primário.

O limite de gastos para o ano corrente foi estabelecido em R\$ 2.249,0 bilhões. Este valor inclui o limite de 2024 (R\$ 2.105,1 bilhões), ajustado pela inflação de 4,23% (R\$ 89,0 bilhões), e um crescimento real de 2,5% (R\$ 54,9 bilhões), resultando em um ajuste nominal de 6,84% (R\$ 143,9 bilhões).

Com relação especificamente às receitas primárias, as projeções de arrecadação foram atualizadas na LOA, conforme relatório da receita elaborado pela Comissão Mista de Orçamento (CMO), para R\$ 2.930,3 bilhões, representando um aumento de R\$ 22,5 bilhões em relação à estimativa anterior de R\$ 2.907,8 bilhões do Ploa (tabela 3.3). Comparada com a receita total arrecadada em 2024, no valor de R\$ 2.679,4 bilhões, a estimativa de arrecadação da LOA 2025 indica um crescimento nominal de R\$ 250,9 bilhões (9,4%).

TABELA 3.3  
**Estimativa de arrecadação: relatório da receita**  
 (Em R\$ bilhões)

	PLOA 2025		Restimativa		Acréscimos
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões
Receita total	2.907.774,5	23,48	2.930.297,3	23,21	22.522,7
Receita Administrada pela RFB	1.883.932,7	15,21	1.923.009,5	15,23	39.076,8
Imposto de Importação	80.215,3	0,65	87.669,4	0,69	7.454,1
Imposto de Exportação	10,1	-	10,3	-	0,3
IPI	87.180,8	0,70	92.951,9	0,74	5.771,1
Imposto de Renda	834.931,2	6,74	850.973,8	6,74	16.042,7
IOF	70.498,7	0,57	71.360,3	0,57	861,6
COFINS	388.645,7	3,14	393.284,9	3,11	4.639,2
PIS/PASEP	110.895,3	0,90	112.952,4	0,89	2.057,1
CSLL	198.394,3	1,60	200.645,2	1,59	2.250,9
Outras Administradas pela SRF	113.161,3	0,91	113.161,3	0,90	
Arrecadação Líquida do INSS	713.874,8	5,76	697.320,7	5,52	-16.554,1
Receitas Não Administradas	309.967,0	2,50	309.967,0	2,45	
Transfer. estados municípios	558.743,3	4,51	570.227,3	4,52	11.484,0
FPE/FPM/IPI-EE	441.249,8	3,56	452.733,8	3,59	11.484,0
Receita líquida	2.349.031,2	18,97	2.360.070,0	18,69	11.038,8
<b>Memorando:</b>					
Produto Interno Bruto (R\$ Bilhões)	12.382,9		12.626,3		

Fonte: CMO.

Obs.: IPI – Imposto sobre Produtos Industrializados; IOF – Imposto sobre Operações Financeiras; Cofins – Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social; PIS/Pasep – Programa de Integração Social/Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público; CSLL – Contribuição Social sobre o Lucro Líquido; SRF – Secretaria

Uma questão relevante no que tange às projeções de receita e ao resultado primário estimado na LOA é o expressivo volume de receitas extraordinárias, totalizando R\$ 121,5 bilhões (tabela 3.4). Esses valores são oriundos de legislações e decisões administrativas aprovadas desde meados de 2023. Um ponto de destaque é a previsão de arrecadação de R\$ 28,6 bilhões com a reintrodução do voto de qualidade no Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (Carf).

TABELA 3.4  
**Receitas Extraordinárias**  
 (Em R\$ bilhões)

Medida	PLOA 2025
<b>Receitas Extraordinárias - Subtotal</b>	<b>121.505</b>
CARF - Voto de qualidade	28.575
Transação de relevante e disseminada controvérsia jurídica (Lei 14.689/23)	26.480
Transação tributária RFB (Lei 13.988/20)	31.000
Recuperação créditos inscritos na DAU (PTTI)	15.450
Controle especial de benefícios tributários	20.000

Fonte: CMO.

Obs.: DAU – Dívida Ativa da União; PTTI – Programa de Transição Tributária Integral.



Do lado das despesas primárias líquidas de transferências por repartição de receitas, observou-se um aumento nominal de 8,4% na LOA 2025, em comparação com o total pago em 2024 (R\$ 2.204,7 bilhões), incluindo despesas do exercício e restos a pagar. Assim, a despesa primária alcançou o valor na LOA 2025 de R\$ 2.389,5 bilhões.

No que diz respeito às emendas parlamentares, foi aprovada a Lei Complementar (LC) nº 210, de 25 de janeiro de 2024, que dispõe sobre a proposição e a execução de emendas parlamentares na LOA, em cumprimento ao acordo firmado no âmbito da Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental (ADPF) no 854 e das Ações Diretas de Inconstitucionalidade (ADIs) nos 7688, 7695 e 7697, manteve inalterado, para o exercício financeiro de 2025, o critério de correção dos limites aplicáveis às emendas individuais (RP 6) e de bancada estadual (RP 7). No que se refere às emendas de comissão permanente (RP 8), a referida LC fixou o limite em R\$ 11,5 bilhões (art. 11, §§ 1o a 3o, da LC no 210/2024). Dessa forma, nas emendas parlamentares com identificadores próprios, RP 6, 7 e 8, a dotação orçamentária prevista na LOA 2025 foi de R\$ 50,4 bilhões – em 2024, a dotação orçamentária atualizada das referidas emendas foi de R\$ 47,9 bilhões, em valores correntes, ou seja, houve acréscimo de 5,2%.

Cabe registrar que o Supremo Tribunal Federal (STF) proferiu, em 2 de dezembro de 2024, a seguinte decisão no âmbito da ADPF no 854:

em face da equivalência entre os Poderes, prevista na Constituição e adotada pela LC no 210/2024, as despesas com emendas parlamentares não podem crescer, em 2025 e anos seguintes, mais do que as despesas discricionárias do Executivo, ou do que o limite de crescimento do teto da LC no 200/2023 (Novo Arcabouço Fiscal), ou do que a variação da Receita Corrente Líquida (RCL), o que for menor, até deliberação do STF quanto ao mérito da ADI 7697.<sup>16</sup>

A Manutenção e Desenvolvimento do Ensino (MDE), considerando as projeções de receita no PLOA 2025, teria um mínimo de R\$ 113,6 bilhões. Após ajustes do Relatório da Receita, este montante passou a R\$ 117,0 bilhões na LOA, refletindo o piso mínimo de gastos de 18% da receita de impostos projetada. Na LOA, foram alocados R\$ 167,1 bilhões.

Para as ASPS, o mínimo previsto é R\$ 228 bilhões, equivalente a 15% da RCL. Na LOA, foram alocados R\$ 232,6 bilhões, cumprindo o piso exigido.

De acordo com o art. 10 da LC no 200/2023, o piso de investimento não será inferior a 0,6% do PIB estimado no respectivo PLOA. Para 2025, o PIB estimado no projeto de lei é de R\$ 12,4 trilhões, resultando em um piso de investimentos de R\$ 74,3 bilhões. Na LOA, esse piso está sendo atendido com a alocação de R\$ 89,4 bilhões para investimentos.

#### 4. Projeções de PIB e inflação para 2024 e 2025 <sup>17</sup>

O PIB registrou crescimento de 0,2% no quarto trimestre de 2024 em relação ao trimestre imediatamente anterior, considerando a série dessazonalizada. Na comparação com o mesmo período de 2023, a economia expandiu 3,6%, resultando em um crescimento acumulado de 3,4% no ano. Os resultados vieram em linha com o que esperávamos, posto que na Carta de Conjuntura no 65, divulgada em dezembro de 2024, prevíamos um crescimento de 3,8% na comparação interanual, com avanço de 0,3% na margem. O desempenho da economia no quarto trimestre reflete a desaceleração da atividade econômica ocorrida ao longo dos últimos três meses

16. Disponível em: <https://www.gov.br/agu/pr-br/comunicacao/noticias/agu-detalha-regras-para-execucao-de-emendas-parlamentares/PARECERDEFORCAEXECUTORIAAGU.pdf>.

17. Seção elaborada por Leonardo Mello de Carvalho, Marco A. F. H. Cavalcanti e Maria Andreia P. Lameiras, técnicos de planejamento e pesquisa na Dimac/Ipea.

do ano, influenciada basicamente pelo ciclo de aperto da política monetária iniciado em setembro e pelas altas concomitantes do dólar e da inflação. Já no acumulado do ano, o PIB cresceu 3,4% em 2024, impulsionado por uma forte demanda doméstica, sustentada pelo vigor do mercado de trabalho, transferências de renda do governo e gastos de entes subnacionais. O aumento do rendimento médio real, o crescimento da população ocupada e a melhora no mercado de crédito impulsionaram o consumo de bens e serviços e a demanda por investimentos. Uma parte relevante da demanda, todavia, foi suprida pela expansão das importações, gerando uma contribuição negativa das exportações líquidas no resultado anual.

#### 4.1 Atividade: projeções atualizadas

Embora o horizonte atual de previsão confira maior incerteza às projeções, dado o cenário exposto, fatores como o ciclo de aperto monetário iniciado pelo BCB em setembro passado, aliado a um impulso fiscal mais contido e ao aumento da percepção de risco fiscal, sugerem um crescimento econômico menos vigoroso ao longo de 2025. Esse cenário, marcado por incertezas que elevaram as taxas de juros, pressionaram os preços dos ativos e desvalorizaram o real, tende a moderar o crescimento real da renda das famílias, especialmente diante de uma trajetória menos favorável dos índices de preços, como no setor de serviços. Em contrapartida, apesar dessa perspectiva de desaceleração em 2025, alguns elementos mais exógenos da economia devem trazer contribuições positivas, sobretudo no primeiro trimestre. No âmbito dos setores produtivos, os resultados observados até o momento revelaram um desempenho heterogêneo: enquanto a produção industrial e a receita real de serviços apresentaram estagnação, o varejo se destacou com números positivos. As perspectivas otimistas para a safra de soja e milho, por seu turno, sugerem uma contribuição significativa da lavoura no resultado do primeiro trimestre. Já o cenário esperado para 2026, embora não apresente mudanças substanciais, tem como hipótese o início de um ciclo de redução das taxas de juros.

Nesse contexto, estamos mantendo a nossa projeção de PIB para 2025 (2,4%), e projetando um crescimento de 2,0% para 2026. Ainda que o cenário descrito sugira alguma piora em relação ao esperado na Visão Geral anterior, a surpresa positiva em relação à contribuição da lavoura no primeiro trimestre eleva o efeito de carregamento estatístico para o restante do ano. Neste sentido, nossa previsão para o resultado do PIB no primeiro trimestre, com altas de 1,4% na comparação com ajuste sazonal e 3,0% sobre o mesmo período do ano passado, deixaria um *carry-over* superior a 2,0% para 2025. Ao longo dos demais trimestres, refletindo os efeitos da política monetária, o PIB deverá apresentar um ritmo de crescimento médio marginal mais modesto. Para 2026, com base nas perspectivas para o cenário macroeconômico, nossos modelos apontam um crescimento de 2,0%. A redução das pressões inflacionárias ao longo de 2025, como alguma ancoragem das expectativas, deve permitir que o Banco Central interrompa o ciclo de aumento das taxas de juros ainda em meados de 2025, iniciando uma trajetória de reduções no começo de 2026. Porém, considerando o nível ainda elevado dos juros e as defasagens esperadas, acreditamos que os efeitos sobre a economia sejam limitados. Em contrapartida, espera-se uma diminuição das incertezas relacionadas ao equilíbrio fiscal, contribuindo para um ambiente econômico mais estável. Vale destacar, por fim, que a trajetória esperada para o crescimento do PIB em 2025 deixará um *carry-over* praticamente nulo, aumentando o esforço de crescimento para 2026.

Pelo lado da produção, prevemos uma alta de 0,8% para o setor de serviços, na comparação dessazonalizada, com crescimento de 2,0% sobre o primeiro trimestre de 2024. Mesmo num ritmo mais moderado, esperamos que os serviços continuem como um dos principais motores do crescimento do PIB, acumulando alta de 1,9% em 2025 e 2026. Em relação à indústria, esperamos avanço de 0,3% na margem, com alta de 2,5% em termos anuais no primeiro trimestre. As perspectivas para o PIB da indústria em 2025 e 2026 indicam um crescimento projetado de 2,1% e 2,0%, respectivamente. A despeito dos efeitos da política monetária e da

trajetória ainda pressionada dos preços ao produtor, a indústria de transformação deve exibir certa resiliência, impulsionada pela demanda interna, enquanto componentes mais exógenos, como as indústrias extrativas, tendem a contribuir positivamente. Por fim, com base nas projeções para o resultado da lavoura em 2025, divulgadas no boletim LSPA, nossos modelos apontam um crescimento de 7,0% do PIB agropecuário em 2025, com altas de 9,1% na margem e 10,5% em termos anuais no primeiro trimestre. Já para 2026, projetamos uma expansão de 2,3%.

Do lado da despesa, prevemos mais um bom desempenho da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) no primeiro trimestre de 2025 (0,6%), na série dessazonalizada, resultado compatível com a alta de 5,4% na comparação interanual. Com os efeitos do encarecimento do crédito e da desaceleração da demanda, projetamos um aumento de 3,5% da FBCF em 2025 e mais alguma acomodação em 2026 (2,3%). Descartando a hipótese de uma reversão mais forte no mercado de trabalho, o consumo de bens e serviços deve continuar crescendo ao longo do ano, ainda que de forma menos robusta, devido principalmente à menor folga no orçamento das famílias. Portanto, estimamos crescimento de 2,2% para 2025 e de 2,4% para 2026. Particularmente no primeiro trimestre de 2025, estimulados pelo reajuste do salário mínimo e por algumas medidas do governo para baratear o crédito em faixas menores de renda, esperamos avanços de 0,9% com ajuste sazonal e 2,4% na comparação interanual, revertendo boa parte da queda no último trimestre do ano passado. Já o consumo do governo deve avançar 0,7% na margem, com alta de 2,0% em termos interanuais no primeiro trimestre. No acumulado do ano, prevemos aumentos de 2,3% para 2025 e 2,1% para 2026. Por fim, esperamos mais uma contribuição negativa das exportações líquidas na margem no primeiro trimestre, com altas de 2,5% para as exportações e 3,5% para as importações. Na comparação em termos anuais, este efeito será ainda maior, com as exportações crescendo 0,5%, contra uma alta de 11,0% das importações. No acumulado do ano em 2025 e 2026, supondo um cenário externo sem maiores rupturas, as exportações cresceriam a taxas de 3,2% e 3,5%, respectivamente, enquanto as importações registrariam expansão de 5,0% em 2025 e de 4,0% em 2026.

As previsões apresentadas estão condicionadas a cenários para o ambiente externo e para a evolução esperada das políticas monetária e fiscal, entre outros fatores. No que diz respeito à política fiscal, a hipótese básica é que o governo federal continuará envidando esforços para respeitar os limites de despesas primárias e para atingir as metas de resultado primário em 2025 e 2026, ainda que isso implique a necessidade eventual de contingenciamentos ou bloqueios de dotações orçamentárias. Em consequência disso, seria possível manter sob certo controle o grau de incerteza associado à evolução futura das contas públicas – contribuindo, assim, para a redução da percepção de risco fiscal e para um ambiente macroeconômico relativamente estável, pelo menos no curto e médio prazo. No que tange à política monetária, supõe-se que o ciclo de aperto iniciado em setembro de 2024, que trouxe a meta da taxa Selic de 10,50% ao ano (a.a.) para 14,25% a.a., seja encerrado em meados deste ano com esta taxa em um patamar em torno de 15% a.a. No início de 2026, supõe-se que o arrefecimento das pressões inflacionárias e a estabilização das expectativas de inflação, em um contexto de elevado diferencial de juros em relação aos Estados Unidos e de controle da percepção de risco fiscal pelos agentes de mercado, permitirão dar início a um ciclo de redução da taxa Selic, levando esta taxa a fechar o ano em torno de 12,25% a.a. (tabela 2). No *front* externo, supõe-se relativa estabilidade do ritmo de crescimento da atividade econômica, apesar de gradual desaceleração nos Estados Unidos e na China. A manutenção de um ritmo de crescimento razoável da demanda na China deve contribuir para relativa estabilidade dos preços de *commodities*, ao passo que o aumento de tarifas de importação nos Estados Unidos, combinado à esperada desregulamentação e redução de impostos no país, deve compensar os efeitos da flexibilização da política monetária e resultar em certa estabilidade do dólar. Diante dessas hipóteses, nosso cenário pressupõe leve apreciação da taxa de câmbio real/dólar no horizonte de projeção, tanto em termos nominais como reais.

TABELA 4.1

**Projeções: taxas de crescimento do PIB e de seus componentes**

(Em %)

	Observado				Previsto			
	2023	2024	2024-T3	2024-T4	2025-T1		2025	2026
			Trim. Ano anterior	Trim. Ano anterior	Trim. Ano anterior	Trim. Anterior dessazonalizado		
PIB	3,2	3,4	4,0	3,6	3,0	1,4	2,4	2,0
Agropecuária	16,3	-3,2	-0,8	-1,5	10,5	9,1	7,0	2,3
Indústria	1,7	3,3	3,6	2,5	2,5	0,3	2,1	2,0
Serviços	2,8	3,7	4,1	3,4	2,0	0,8	1,9	1,9
Consumo das famílias	3,2	4,8	5,5	3,7	2,4	0,9	2,3	2,2
Consumo do governo	3,8	1,9	1,3	1,2	2,0	0,7	2,3	2,1
FBCF	-3,0	7,3	10,8	9,4	5,4	0,6	3,5	2,3
Exportações de bens e serviços	8,9	2,9	2,1	-0,7	0,5	2,5	3,2	3,5
Importações de bens e serviços	-1,2	14,7	17,7	16,0	11,0	3,5	5,0	4,0

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA 4.2

**Cenários para juros e câmbio: fim de ano**

(Em %)

	Observado		Previsto	
	2023	2024	2025	2026
Taxa de juros SELIC (% a.a. no final do período)	11,75	12,25	15,00	12,25
Taxa de câmbio R\$/US\$ (no final do período)	4,84	6,19	5,70	5,60

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**4.2 Inflação: projeções atualizadas**

Os dados mais recentes mostram que o processo de desinflação brasileiro continua bastante desafiador, refletindo uma aceleração tanto dos índices de preços ao consumidor quanto dos núcleos de inflação e dificultando, por conseguinte, a ancoragem das expectativas. Em fevereiro, de acordo com o IPCA, a inflação brasileira acumula alta de 5,1% em doze meses – atingindo o maior patamar desde setembro de 2023 –, repercutindo os reajustes de 7,1% dos alimentos no domicílio, de 3,2% dos bens industriais, de 5,3% dos serviços e de 5,2% dos preços administrados. Não obstante esta aceleração no curto prazo, a construção de um cenário prospectivo para a inflação tem sido dificultada pelo aumento das incertezas tanto no âmbito internacional quanto no doméstico. Pelo lado externo, o aumento das tensões comerciais e geopolíticas, causadas, sobretudo, pelas ações do governo americano, pode desencadear pressões sobre os preços das *commodities* e mudanças na política de juros internacional, impactando, desta forma, o comportamento da taxa de câmbio. Internamente, embora o mercado de trabalho e o nível de atividade já sinalizem alguma perda de dinamismo, esta desaceleração ainda ocorre de forma bem moderada, garantindo, deste modo, a continuidade da expansão da massa salarial e seus efeitos sobre a inflação, especialmente a dos serviços.

Diante de um contexto menos favorável que o projetado no trimestre anterior, as previsões do Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea para a inflação em 2025 foram revistas para cima, de modo que a alta projetada para o IPCA avançou de 4,8% para 5,2%, enquanto para o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) a taxa estimada passou de 4,7% para 4,9%. Nota-se que a revisão das projeções de inflação para o ano ocorre mesmo em um cenário de melhora das estimativas para o desempenho dos alimentos em 2025. Por certo, levando-se em consideração o aumento da projeção para a safra brasileira de grãos – estimado em 10,6% pela LSPA – e a

incidência de efeitos climáticos menos rigorosos, a inflação de alimentos projetada para o IPCA recuou de 8,4% para 7,2%, enquanto a alta estimada no INPC passou de 8,3% para 6,9%. Para os demais segmentos, tanto no IPCA quanto no INPC, as expectativas de inflação foram majoradas. No caso dos bens industriais, a revisão das projeções reflete não apenas o aumento mais acentuado destes itens no primeiro bimestre do ano, mas também a trajetória de aceleração dos preços ao produtor. Deste modo, a inflação estimada para este segmento avançou de 2,5% para 3,6% no IPCA e de 2,3% para 3,2% no INPC. Já em relação aos serviços livres, as projeções de inflação passaram de 4,8% e 4,7%, no IPCA e no INPC, respectivamente, para 5,6% e 5,3%, nesta mesma ordem. Além da aceleração dos serviços subjacentes no último trimestre, encerrado em fevereiro, a manutenção da expansão da massa salarial e o mercado de trabalho ainda bastante aquecido devem continuar pressionando não só a demanda deste setor mas também os seus custos de produção, gerando, desta forma, reajustes de preços mais intensos. Por fim, diante de uma alta mais acentuada das tarifas de ônibus urbano nos primeiros meses do ano, as expectativas para a inflação dos preços administrados foram revistas para cima, passando de 4,7%, no IPCA, e de 4,5%, no INPC, para 4,9% e 4,8%, respectivamente.

Deve-se registrar, no entanto, que não está descartada a ocorrência de fatores que podem impactar positivamente ou negativamente essas trajetórias de inflação estimadas. De um lado, a probabilidade de uma piora ainda maior no cenário internacional pode gerar não apenas novos choques de oferta advindos de uma aceleração mais forte dos preços de *commodities*, mas também novas desvalorizações cambiais originadas pela adoção de uma política monetária mais restritiva nos Estados Unidos. De outro lado, um aumento ainda mais forte da produção de cereais e leguminosas, aliado a um desempenho mais benevolente das proteínas animais e dos produtos *in natura*, traria um alívio adicional sobre a inflação de alimentos. De modo similar, a melhora no nível de confiança dos agentes econômicos na condução das políticas monetária e fiscal pode gerar efeitos positivos sobre o câmbio, impactando favoravelmente não apenas a inflação corrente mas também a ancoragem das expectativas inflacionárias para os próximos anos.

TABELA 4.3

**Projeção para o IPCA (2025)**

(Em %)

	Peso	Projeção anterior - Dezembro/24		Projeção atual - Março/25	
		Previsão da taxa de variação	Contribuição para o IPCA 2025	Previsão da taxa de variação	Contribuição para o IPCA 2025
Alimentos no domicílio	16,0	8,4%	1,3	7,2%	1,2
Bens industriais	23,5	2,5%	0,6	3,6%	0,8
Serviços - totais	34,6	4,8%	1,7	5,6%	1,9
Serviços - exceto educação	29,7	4,5%	1,3	5,4%	1,6
Educação	5,0	6,9%	0,3	6,5%	0,3
Administrados	25,9	4,7%	1,2	4,9%	1,3
IPCA	100,0	4,8%		5,2%	

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

TABELA 4.4

**Projeção para o INPC (2025)**

(Em %)

	Peso	Projeção anterior - Dezembro/24		Projeção atual - Março/25	
		Previsão da taxa de variação	Contribuição para o INPC 2025	Previsão da taxa de variação	Contribuição para o INPC 2025
Alimentos no domicílio	19,5	8,3%	1,6	6,9%	1,3
Bens industriais	26,7	2,3%	0,6	3,2%	0,9
Serviços - totais	28,5	4,7%	1,3	5,3%	1,5
Serviços - exceto educação	25,0	4,4%	1,1	5,2%	1,3
Educação	3,5	6,9%	0,2	6,4%	0,2
Administrados	25,3	4,5%	1,1	4,8%	1,2
INPC	100,0	4,7%		4,9%	

Fonte: Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac):**

Claudio Roberto Amitrano (Diretor)  
Mônica Mora y Araujo (Coordenadora-Geral de Estudos e Políticas Macroeconômicas)

**Corpo Editorial da Carta de Conjuntura:**

Claudio Hamilton Matos dos Santos (Editor)  
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos  
Leonardo Mello de Carvalho  
Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti  
Maria Andréia Parente Lameiras  
Mônica Mora y Araujo  
Sandro Sacchet de Carvalho  
Sergio Fonseca Ferreira

**Pesquisadores Visitantes:**

Debora Mesquita Pimentel  
Felipe dos Santos Martins

**Equipe de Assistentes:**

Beatriz de Luna Barreto  
Marcelo Guedes Pecly  
Tarsylla da Silva de Godoy Oliveira

**Equipe Administrativa:**

Aline Conceição Santos  
Carla Nunes Menezes  
Rosanne Rodrigues Barbosa

**Design/Diagramação:**

Augusto Lopes dos Santos Borges  
Leonardo Simão Lago Alvite

---

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

---