

CRÉDITO E JUROS

Boletim de expectativas – julho de 2025¹

Sumário

Este boletim fornece uma visão panorâmica das expectativas para algumas das principais variáveis macroeconômicas brasileiras, a partir de diversas fontes. Predominam as projeções do Sistema Expectativas de Mercado (SEM), também conhecido como relatório *Focus* do Banco Central do Brasil (*Focus*/BCB). Nas finanças públicas, elas são cotejadas com as projeções mais recentes da Instituição Fiscal Independente (IFI), do Senado. Para juros e inflação, também se recorre à estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) derivada do mercado secundário de título públicos, calculada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima).

Nas finanças públicas, as expectativas para o déficit nominal, composto por resultado primário e despesa com juros, e para o produto interno bruto (PIB) levam a trajetórias crescentes e preocupantes para a dívida pública como porcentagem do PIB. A expectativa para o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em 2025 vem se reduzindo, enquanto, para os anos seguintes, vem mostrando estabilidade. É mostrada a abertura das previsões para o IPCA disponível no *Focus*/BCB, em preços administrados e livres e sua subdivisão. Em relação a aproximadamente três meses atrás, espera-se maior crescimento do PIB para 2025 e 2026.

1 Finanças públicas

Os gráficos a seguir mostram as expectativas para as variáveis da seguinte forma: média do *Focus*/BCB, com intervalo de um desvio-padrão, e projeções da IFI no seu último Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF),² de junho de 2025. Chama a atenção a diferença entre as projeções obtidas pela pesquisa do BCB – mesmo considerando o intervalo – e o cenário-base da IFI, com este último bem mais pessimista. O que se pode interpretar disso é que o cenário da IFI reproduz para o médio e longo prazo as regras e tendências fiscais atuais, que, segundo seu documento, “revelam a insustentabilidade do atual regime fiscal” (IFI, 2025, p. 5). O RAF também diz que

para o médio prazo, a situação fiscal se agrava. As novas projeções da IFI apresentam piora em relação às anteriores, tanto por conta dos parâmetros macroe-

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos

Técnico de planejamento e pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea)

estevao.bastos@ipea.gov.br

Caio Rodrigues Gomes Leite

Pesquisador bolsista do Subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Dimac/Ipea

caio.leite@ipea.gov.br

Divulgado em 16 de julho de 2025.

1. Com informações até 14 de julho de 2025.

2. IFI – Instituição Fiscal Independente. *Relatório de acompanhamento fiscal no 101*. [s.l.]: Senado Federal, jun. 2025. Disponível em: https://www12.senado.leg.br/ifi/pdf/raf101_jun2025.pdf.

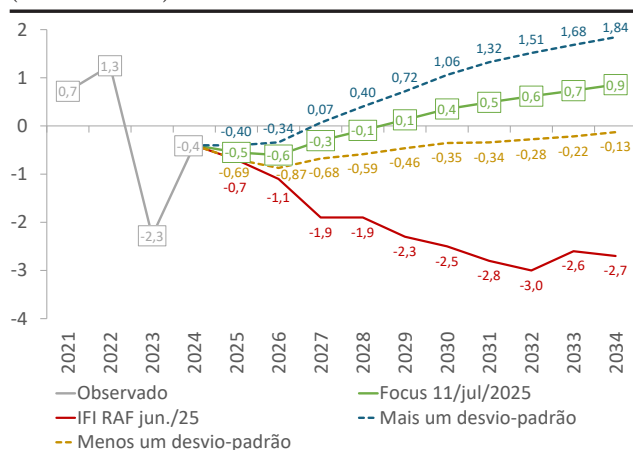
conômicos, quanto pelo aumento do ritmo de crescimento das despesas obrigatórias. As projeções mostram crescimento praticamente contínuo das despesas primárias por todo o período (IFI, 2025, p. 39).

No caso das projeções de especialistas coletadas pelo BCB, é de se supor que o cenário não tão pessimista inclui a expectativa de medidas que mitigarão a trajetória que a manutenção do *status quo* geraria.

GRÁFICO 1

Resultado primário do setor público

(Em % do PIB)



Fonte: BCB.

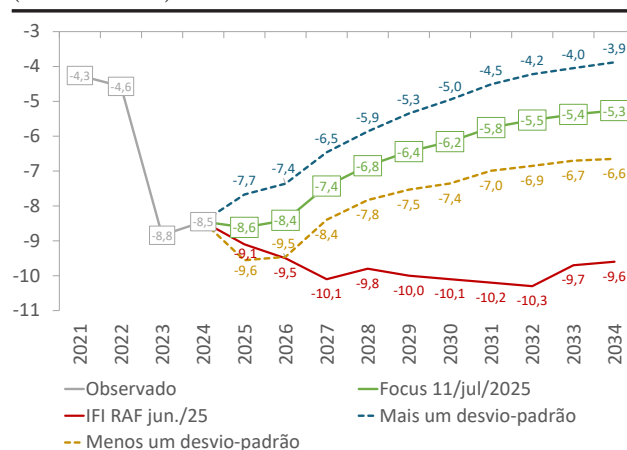
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea).

Obs.: Pesquisa *Focus*, média da amostra dos últimos trinta dias.

GRÁFICO 2

Resultado nominal do setor público

(Em % do PIB)



Fonte: BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

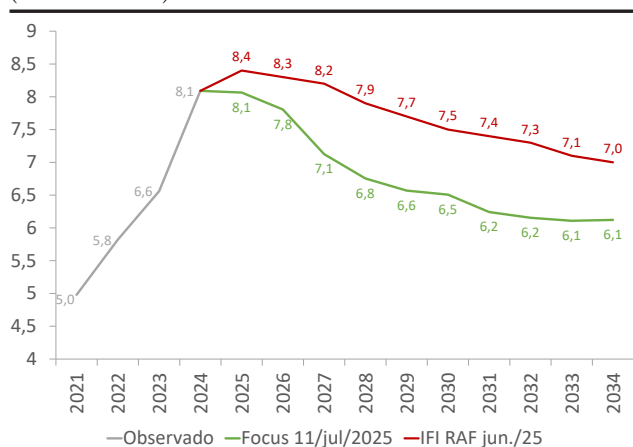
Obs.: Pesquisa *Focus*, média da amostra dos últimos trinta dias.

O *Focus* não tem projeções para as despesas com juros; as apresentadas aqui são obtidas da diferença entre as projeções de resultado nominal e primário. O gráfico 4 traz as projeções em perspectiva, mostrando a série de despesas com juros desde 2002 e sua média desde então, de 6% do PIB, ilustrando como as expectativas derivadas dos números do *Focus* convergem para essa média, enquanto o cenário da IFI projeta valores maiores.

GRÁFICO 3

Resultado do setor público: despesa com juros (2021-2034)

(Em % do PIB)



Fonte: BCB.

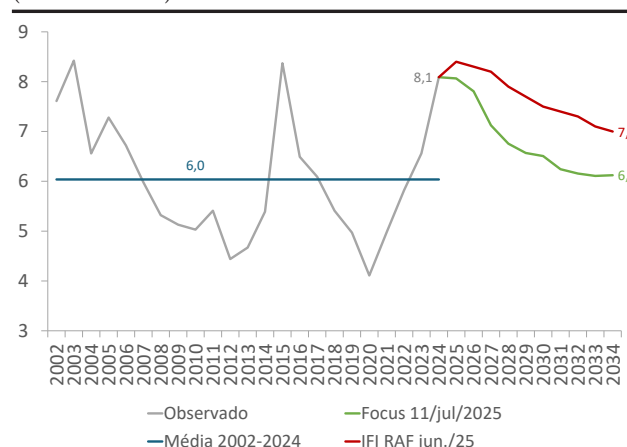
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: Pesquisa *Focus*, média da amostra dos últimos trinta dias.

GRÁFICO 4

Resultado do setor público: despesa com juros (2002-2034)

(Em % do PIB)



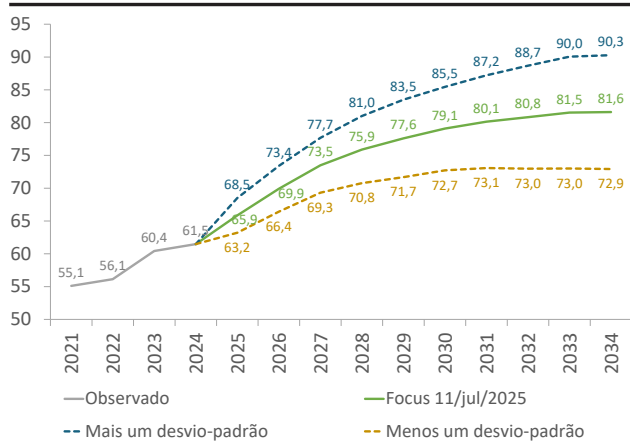
Fonte: BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: Pesquisa *Focus*, média da amostra dos últimos trinta dias.

GRÁFICO 5

Dívida líquida do setor público
(Em % do PIB)



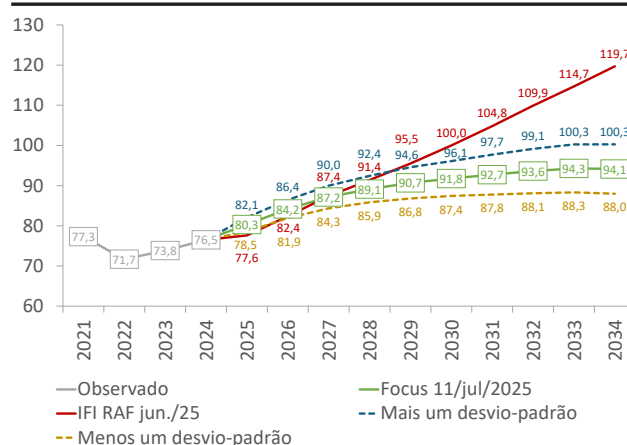
Fonte: BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: Pesquisa *Focus*, média da amostra dos últimos trinta dias. A IFI não tem projeções para a dívida líquida do setor público.

GRÁFICO 6

Dívida bruta do governo geral (DBGG)
(Em % do PIB)



Fonte: BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: Pesquisa *Focus*, média da amostra dos últimos trinta dias.

Até que nível a dívida pública pode crescer? Esta é uma pergunta sem resposta clara. Ao apresentar cenários estocásticos para a dívida bruta do governo geral (DBGG), a IFI menciona o limiar de 90% do PIB. Este limite é coerente com Araújo *et al.* (2020),³ pois, segundo Werlang (2025):⁴

deste trabalho [o de Araújo *et al.* (2020)], deduzem-se várias conclusões. Primeiro, há um limite de DBGG/PIB (dívida bruta do governo geral) a partir do qual a política monetária ótima para a sociedade seria inflacionar a economia (hoje esta inflação seria algo entre 7,5% e 8% ao ano). Este limite é o chamado de dominância fiscal. Por definição, é uma situação na qual a dívida pública fica tão elevada que se torna inevitável inflacionar a economia para diminuí-la em termos reais. A inflação mais elevada tem como efeito colateral reduzir os gastos do governo em termos reais. (...) Utilizando dados recentes, e o modelo dos autores com dados até dezembro, calculamos (...) que a dívida bruta (DBGG) de dominância fiscal, para uma meta [de inflação] de 3% ao ano, é cerca de 85% do PIB. Claro que o nível aqui importa, mas o principal é que estamos próximos dele. Este valor era cerca de 90% em outras versões mais antigas.

No XI Seminário Anual de Política Monetária da Fundação Getúlio Vargas (FGV), em 23 de maio deste ano, Sérgio Werlang apresentou cálculo mais recente do limiar de dominância fiscal em 87% do PIB. De acordo com os gráficos aqui apresentados, esse valor seria atingido, no limite inferior de um desvio-padrão do *Focus*, entre 2029 e 2030; na média, já em 2027; no limite superior, entre 2026 e 2027; e na projeção da IFI, em 2027. No cenário base da IFI, o limiar de 90% seria ultrapassado em 2028. De acordo com o RAF/IFI, “a probabilidade de a DBGG cruzar o limiar de 90% do PIB, em algum ano entre 2025 e 2029, foi estimada em 72,7%” (IFI, 2025, p. 46). A probabilidade, segundo o mesmo documento, disso acontecer em 2027 é de 37%; de acontecer em 2028, de 56%; e em 2029, de 70% (IFI, 2025, p. 47). Naturalmente, esses limiares não são como os da mecânica da física, em que algo inevitavelmente ocorrerá após algum ponto crítico ser atingido (por exemplo, que certo corpo deslizará numa superfície a partir de certo ângulo de inclinação), mas são indicadores que não devem ser desprezados numa administração prudente das finanças públicas.

3. Araújo, Aloísio *et al.* *Inflation targeting under fiscal fragility*. [s.l.]: FGV, 2020. (RP/PPA Papers). Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/881c09e4-5709-423c-84b3-5afca820ea69/content>.

4. Werlang, Sérgio. Como conduzir a política monetária próximo da dominância fiscal? *Blog do Ibre*, 14 fev. 2025. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/como-conduzir-politica-monetaria-proximo-da-dominancia-fiscal>.

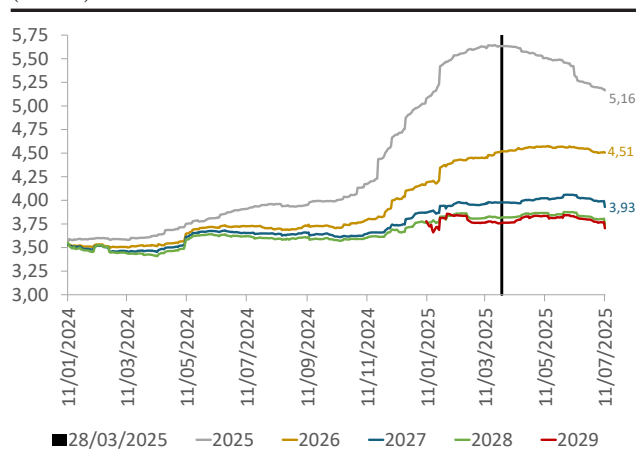
2 Inflação e taxa de juros

A inflação (IPCA) esperada para 2025 pela média do SEM/BCB, ou boletim *Focus*, está em 5,16%, acima da meta de 3,0% e do intervalo superior de tolerância (1,5%-4,5%). Na última edição desse boletim, a expectativa de inflação estava em 5,63% e começou a cair desde então, como pode ser observado no gráfico 7. Essa queda nas expectativas pode ser justificada por alguns fatores, como:

- resultados observados abaixo das expectativas, fazendo com que o mercado revisasse as projeções para baixo;
- aumento da Selic para patamares elevados (15%), com sinalização de continuidade de uma política monetária mais restritiva; e
- câmbio mais estável com real mais valorizado, reduzindo a pressão inflacionária via câmbio – no início do ano, o dólar chegou a valer mais de R\$ 6,00, ficando na média de R\$ 5,80 até abril, quando começou a cair; recentemente, nos primeiros dias de julho, vem sendo negociado na faixa de R\$ 5,40 a R\$ 5,60.

Os gráficos 8 e 9 mostram a abertura das projeções do IPCA entre preços administrados e livres. Entre os administrados, chama a atenção o comportamento das projeções para 2025, que vem apresentando tendência de queda, provavelmente puxada por dois cortes no preço do *diesel* em abril, um corte em maio e um corte no preço da gasolina em junho. Já as projeções para os preços livres apresentaram queda significativa em junho, talvez refletindo de maneira indireta a queda nos preços do *diesel* e da gasolina. A previsão para 2026 apresenta uma leve tendência de alta.

GRÁFICO 7
IPCA 2025-2028: previsão *Focus*/BCB
(Em %)



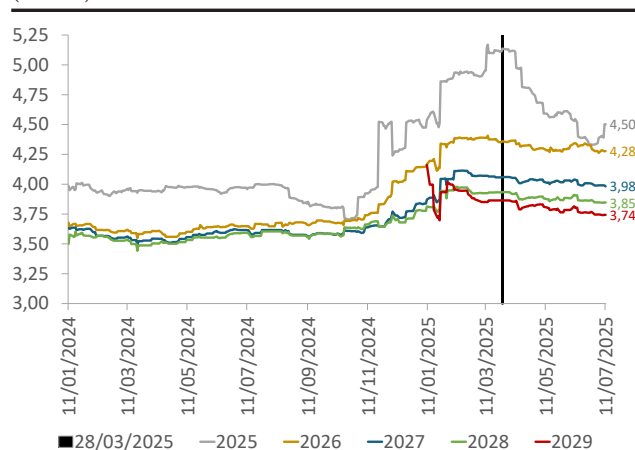
Fonte: SEM/BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: 1. Média da amostra completa das expectativas informadas nos últimos trinta dias. Última informação de 11 de julho de 2025.

2. O traço em 28/3/2025 indica a data de referência da última edição deste Boletim de expectativas.

GRÁFICO 8
IPCA 2024-2028: preços administrados – previsão *Focus*/BCB
(Em %)



Fonte: SEM/BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: 1. Média da amostra completa das expectativas informadas nos últimos trinta dias. Última informação de 11 de julho de 2025.

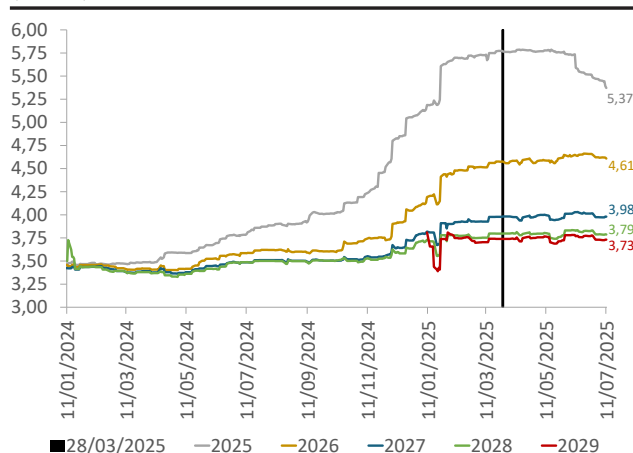
2. O traço em 28/3/2025 indica a data de referência da última edição deste Boletim de expectativas.

Os gráficos 10, 11 e 12 mostram a abertura dos preços livres em serviços, bens industrializados e alimentação no domicílio. A categoria serviços é a que aparenta ser a mais resistente entre essas categorias, destacando-se a leve tendência de queda das projeções para 2025 e a tendência de alta para 2026. A inflação esperada para preços de bens industrializados é a menor entre essas categorias, estando, em geral, abaixo do limite superior da

meta. A projeção para 2025 apresenta forte tendência de queda a partir de junho, possivelmente influenciada pela maior estabilidade do câmbio e juros mais altos. Por fim, nas projeções para a inflação de alimentação no domicílio, destaca-se a forte alta da taxa esperada para 2025 (6,5%), mas que vem perdendo força desde maio, quando a taxa esperada era de 7,6%. Para 2026 a tendência é de alta.

GRÁFICO 9

IPCA 2024-2028: preços livres – previsão Focus/BCB
(Em %)



Fonte: SEM/BCB.

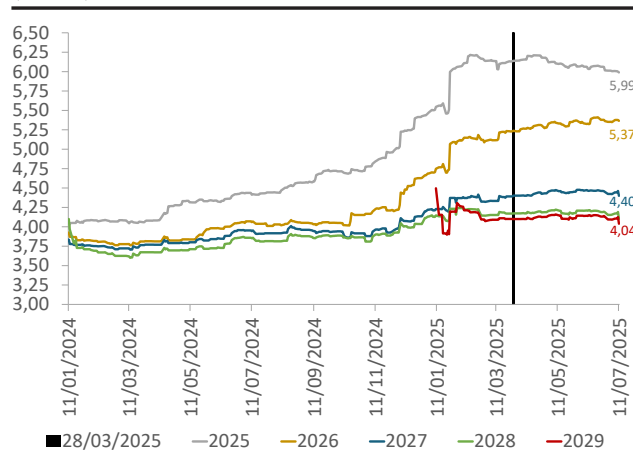
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: 1. Média da amostra completa das expectativas informadas nos últimos trinta dias. Última informação de 11 de julho de 2025.

2. O traço em 28/3/2025 indica a data de referência da última edição deste Boletim de expectativas.

GRÁFICO 10

IPCA 2024-2028: preços livres, serviços – previsão Focus/BCB
(Em %)



Fonte: SEM/BCB.

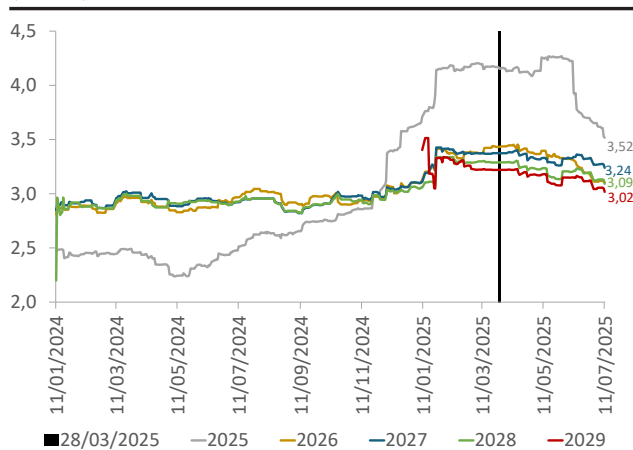
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: 1. Média da amostra completa das expectativas informadas nos últimos trinta dias. Última informação de 11 de julho de 2025.

2. O traço em 28/3/2025 indica a data de referência da última edição deste Boletim de expectativas.

GRÁFICO 11

IPCA 2024-2028: preços livres, bens industrializados – previsão Focus/BCB
(Em %)



Fonte: SEM/BCB.

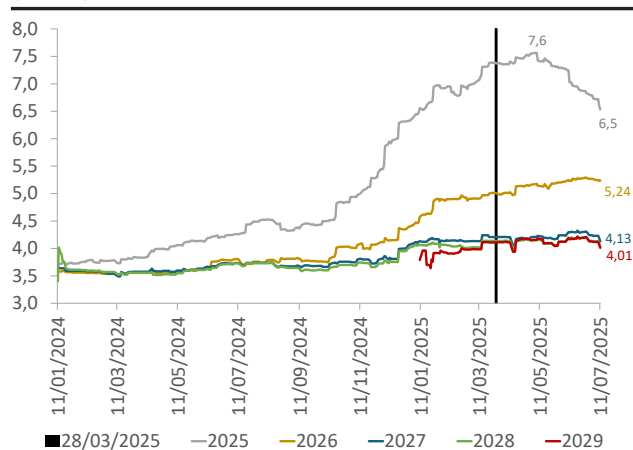
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: 1. Média da amostra completa das expectativas informadas nos últimos trinta dias. Última informação de 11 de julho de 2025.

2. O traço em 28/3/2025 indica a data de referência da última edição deste Boletim de expectativas.

GRÁFICO 12

IPCA 2024-2028: preços livres, alimentação no domicílio – previsão Focus/BCB
(Em %)



Fonte: SEM/BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: 1. Média da amostra completa das expectativas informadas nos últimos trinta dias. Última informação de 11 de julho de 2025.

2. O traço em 28/3/2025 indica a data de referência da última edição deste Boletim de expectativas.

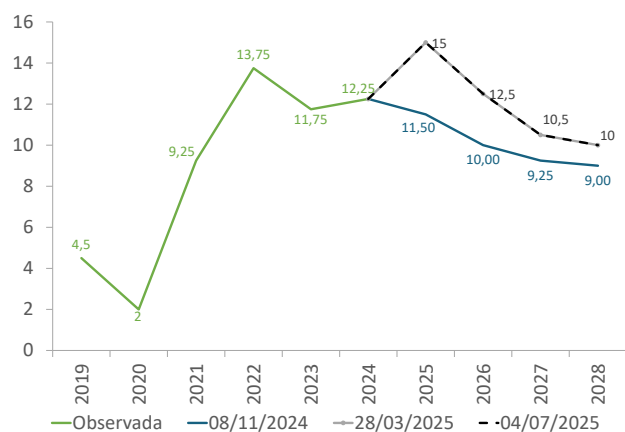
A inflação implícita, calculada a partir das taxas nominais e reais de juros dos títulos públicos no mercado secundário, também indica queda na inflação esperada. O gráfico 13 compara a curva do final de março – correspondente à última edição deste Boletim de expectativas – com uma curva recente, de 8 de julho. A

queda ocorreu em todos os vértices, de um a oito anos, variando, na média, 1,0 ponto percentual (p.p.). Essa medida reflete não apenas a expectativa de inflação, mas também um prêmio de risco associado a possíveis erros na projeção inflacionária.

Desde a última edição deste boletim, aconteceram duas reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom), nas quais se decidiu elevar a taxa Selic em 0,5 p.p. em maio e 0,25 p.p. em junho. Mesmo com esses dois aumentos, as expectativas para essa taxa ao final de cada ano não se alteraram, como pode ser observado no gráfico 14. No início de novembro do ano passado, esperava-se Selic de 11,5% para o final de 2025; em 28 de março, o esperado foi para 15%, elevando também as expectativas de mais longo prazo (2026-2028); agora a expectativa continua no mesmo patamar de março. Mesmo com a expectativa dos juros de curtíssimo prazo inalterada, a estrutura a termo da taxa de juros nominal apresentou queda (gráfico 15). Já a real apresentou alta nos vértices de um e dois anos, manteve-se constante no de três, e teve queda nos demais (gráfico 16).

GRÁFICO 14

Meta para a taxa Selic: dados e projeções Focus/BCB no fim do ano
(Em % ao ano)



Fonte: BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

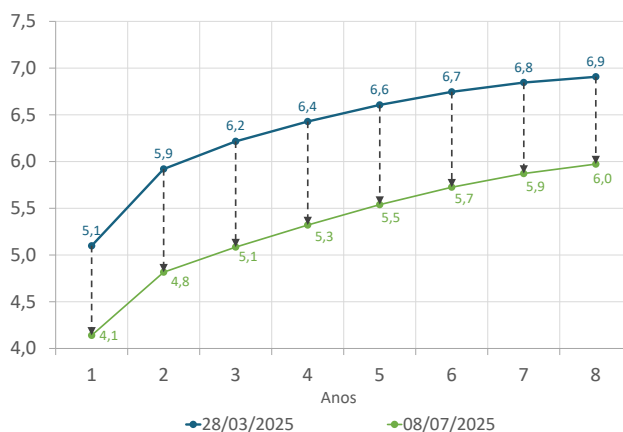
Obs.: A data 28/3/2025 refere-se à última edição deste Boletim de expectativas.

Por fim, o gráfico 17 destaca um aumento de 0,3 p.p. na projeção de crescimento do PIB para 2025, que passou de 2,0% para 2,3%. Para 2026, a alta foi de 0,2 p.p., de 1,7% para 1,9%, em comparação com as estimativas do final de março. Em conjunto, essas revisões significam 0,5 p.p. a mais no PIB acumulado nos dois anos.

Em resumo, desde a última edição deste boletim, as expectativas de inflação para 2025 recuaram, enquanto as projeções para o PIB foram revisadas para cima.

GRÁFICO 13

Inflação implícita na estrutura a termo da taxa de juros de título públicos
(Em %)



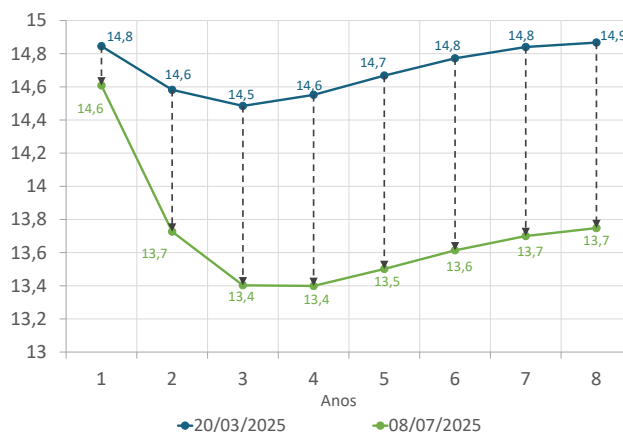
Fonte: Anbima.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: A data 28/3/2025 refere-se à última edição deste Boletim de expectativas.

GRÁFICO 15

Estrutura a termo da taxa de juros nominal de títulos públicos
(Em %)



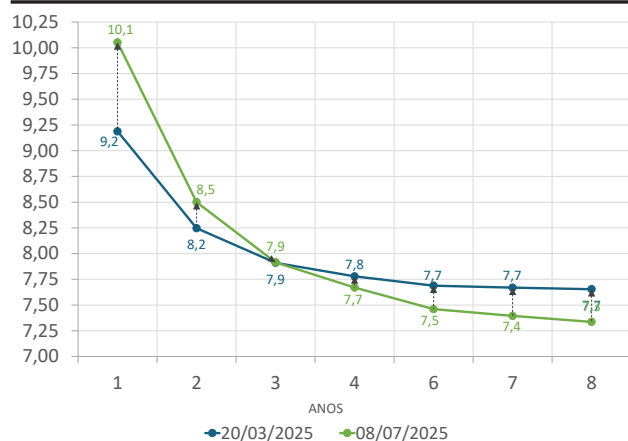
Fonte: Anbima.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: A data 20/3/2025 refere-se à última edição deste Boletim de expectativas.

GRÁFICO 16

Estrutura a termo da taxa de juros real de títulos públicos (Em %)



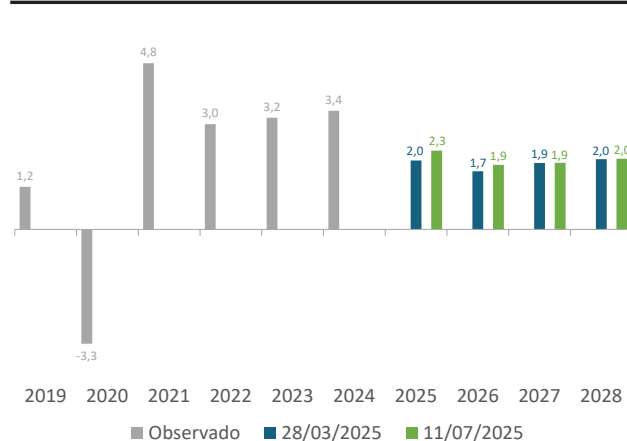
Fonte: Anbima.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: 20/03/2025 indica a data de referência da última edição deste *Boletim de expectativas*.

GRÁFICO 17

Crescimento do PIB (Em %)



Fonte: IBGE e SEM/BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs.: 1. As projeções equivalem à média da amostra completa das expectativas informadas nos últimos trinta dias.

2. A data 28/3/2025 refere-se à última edição deste *Boletim de expectativas*.

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

Equipe de Assistentes:

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.
