



## Estudos especiais do BNDES

### **Atualizando a decomposição do pagamento de juros nominais líquido no Brasil 2002-2024**

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social  
*Edição n. 40/2025*

#### **Introdução**

O objetivo da edição é atualizar o [Estudo especial do BNDES 29/2024](#) (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, 2024) com os dados fechados para o ano de 2024.

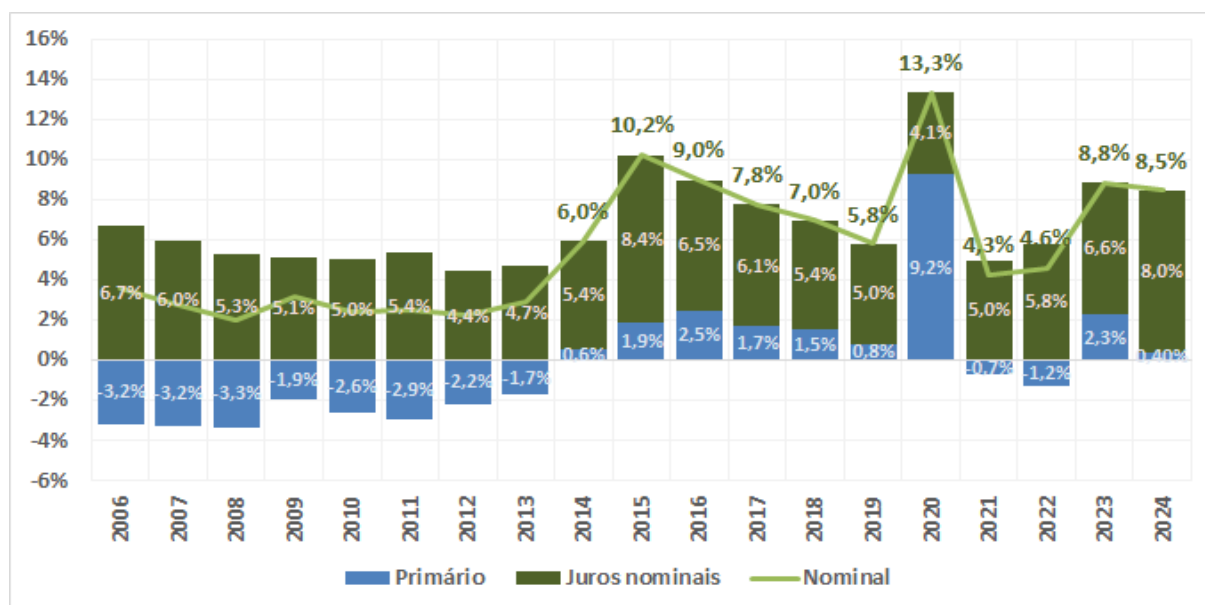
Lembramos, inicialmente, que naquele estudo foi proposta uma decomposição da parcela de juros líquidos nominais pagos pelo governo brasileiro em cinco componentes, tendo por base o trabalho de Borça Jr. e Barbosa-Filho (2023): (i) resultado das operações de *swaps* cambiais do Banco Central do Brasil (BCB); (ii) juro real, que representa o valor do juro real incidente sobre a dívida líquida do setor público (DLSP) excluindo a base monetária, isto é, a dívida que efetivamente rende juros; (iii) correção monetária, que representa o crescimento dos valores pagos em função da alta do nível geral de preços; (iv) custo de carregamento dos ativos de renda fixa do governo, que representa o diferencial de juros entre os ativos do governo e o custo de oportunidade de financiamento do Tesouro Nacional; e (v) efeito cruzado de inflação e juro real, que são insignificantes do ponto de vista econômico, mas necessários para completar a matemática de decomposição do juros.

O resultado primário consolidado do setor público brasileiro teve uma melhora significativa entre 2023 e 2024. De acordo com dados do BCB, que apura as estatísticas fiscais “abaixo

da linha”,<sup>1</sup> a necessidade de financiamento do setor público no conceito primário saiu de R\$ 249,1 bilhões, ou 2,3% do PIB), em 2023, para R\$ 47,6 bilhões em 2024, o que é equivalente a 0,4% do PIB.

No entanto, essa melhoria no resultado primário fiscal consolidado teve impacto marginal na estatística de resultado nominal, a qual soma a despesa líquida com pagamento de juros nominais ao resultado primário. O déficit nominal brasileiro atingiu valores próximos de R\$ 1 trilhão (mais precisamente, R\$ 998 bilhões) em 2024, partindo de R\$ 967,4 bilhões em 2023. Em percentual do PIB, o déficit nominal caiu de 8,8% em 2023, para 8,5% do PIB ao fim de 2024. Essa dinâmica é explicada principalmente pelo crescimento significativo das despesas líquidas com os juros nominais, que saltaram de 6,6% do PIB, em 2023, para 8,0% em 2024. O Gráfico 1 apresenta os números de resultado primário e resultado nominal em percentual do PIB.

**Gráfico 1.** Necessidade de financiamento do setor público consolidado no conceito nominal – resultado primário e pagamento de juros líquidos nominais (% PIB)



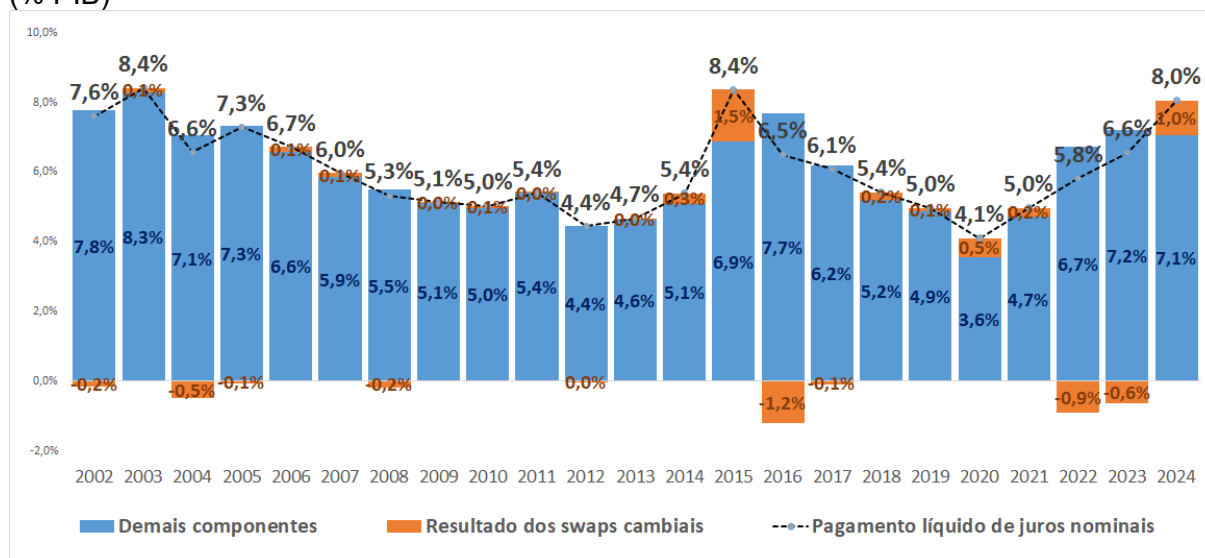
Fonte: Elaboração própria a partir de dados das Estatísticas Fiscais do BCB. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasfiscais>. Acessado em: 5 fev. 2025.

<sup>1</sup> A estatística “abaixo da linha” leva em consideração as mudanças no estoque da dívida líquida, incluindo fontes de financiamento domésticas e externas. Enquanto a estatística “abaixo da linha” permite analisar como o governo financiou seu déficit, o resultado fiscal “acima da linha” permite avaliar as causas dos desequilíbrios, com discriminação entre receitas e despesas. O resultado fiscal obtido pelas duas metodologias é comparável e ambas são importantes para a boa condução da política fiscal, devendo ser utilizadas de forma complementar.

## Resultados recentes

O Gráfico 2 mostra a trajetória do pagamento de juros nominais líquidos do governo entre 2002-2024, segmentando os ganhos e perdas do BCB que tiveram origem nas operações com derivativos cambiais.

**Gráfico 2.** Pagamento líquido de juros nominais no Brasil – *swaps* e demais componentes (% PIB)



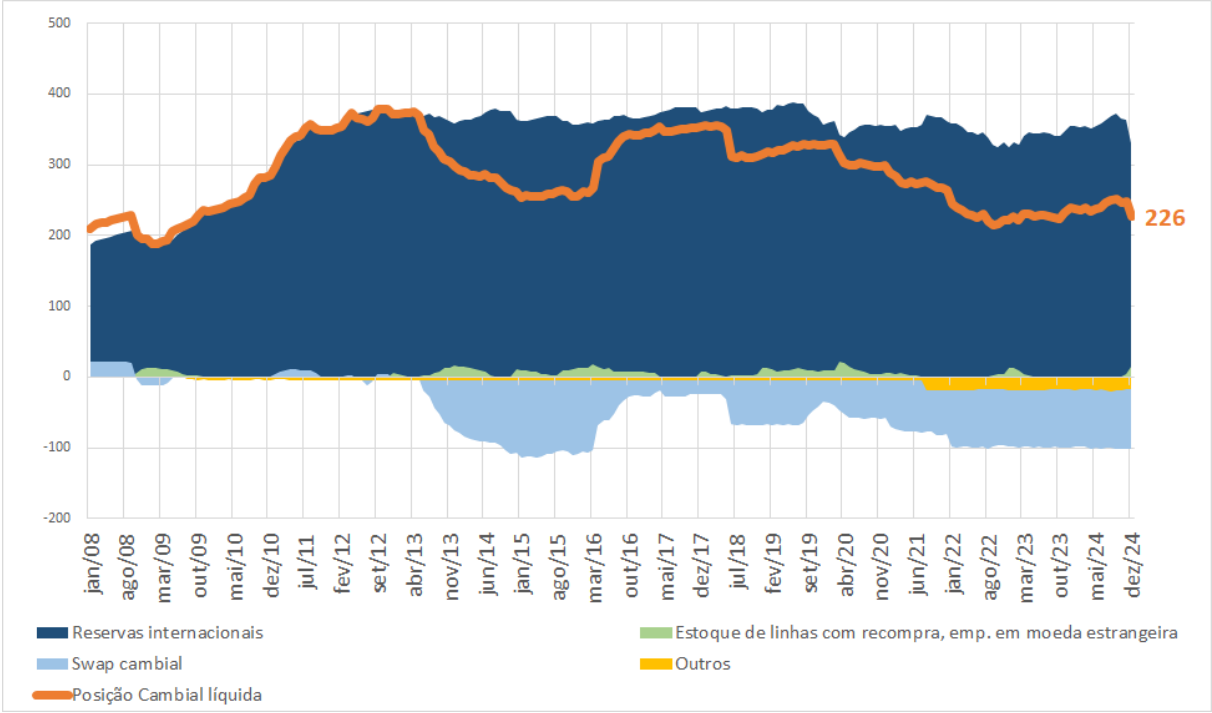
Fonte: Elaboração própria a partir de dados das Estatísticas Fiscais do BCB. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasfiscais>. Acessado em: 5 fev. 2025.

Nota-se que a alta de 6,6% para 8,0% do PIB do pagamento de juros líquidos nominais de 2023 para 2024 deveu-se ao resultado dos *swaps* cambiais do BCB por meio de suas intervenções no mercado de câmbio via derivativos cambiais. Em 2023, o resultado dos *swaps* havia sido favorável para as contas do governo, tendo contribuído para reduzir o pagamento de juros nominais em 0,6% do PIB. Em 2024, especialmente por conta do processo de depreciação cambial ocorrido no fim do ano, o resultado dos *swaps* cambiais contribuiu para aumentar o pagamento de juros em 1,0% do PIB. Portanto, a variação da contribuição dos *swaps* cambiais entre 2023 e 2024 foi da ordem 1,6 p.p. do PIB, explicando praticamente toda elevação do pagamento de juros nominais, de 6,6% para 8,0%.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Ainda que a depreciação cambial tenha provocado um gasto significativo com *swaps*, afetando o pagamento de juros e o resultado nominal, é importante ter em mente que esse movimento ajuda a valorizar as reservas internacionais do país, amortecendo os efeitos totais na dívida pública líquida.

No fim de 2024, a depreciação cambial ocorrida também fez com que o governo vendesse uma parcela de suas reservas internacionais. O Gráfico 3 apresenta a posição cambial líquida do governo, combinando tanto a posição em reservas internacionais quanto a posição em derivativos cambiais.

**Gráfico 3. Posição cambial líquida (em US\$ bilhões)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados das Estatísticas Fiscais do BCB. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasfiscais>. Acessado em: 5 fev. 2025.

Voltando ao exercício de decomposição do gasto com juros, podemos observar que os demais componentes do pagamento líquido de juros nominais praticamente se compensaram entre 2023 e 2024 (Gráfico 4). A contribuição do juro real foi de 4,0 p.p para 3,1 p.p., refletindo em parte o afrouxamento monetário ocorrido até meados do ano. De toda forma, isoladamente, o componente do juro real ainda representa a maior parcela da composição do pagamento de juros nominais.

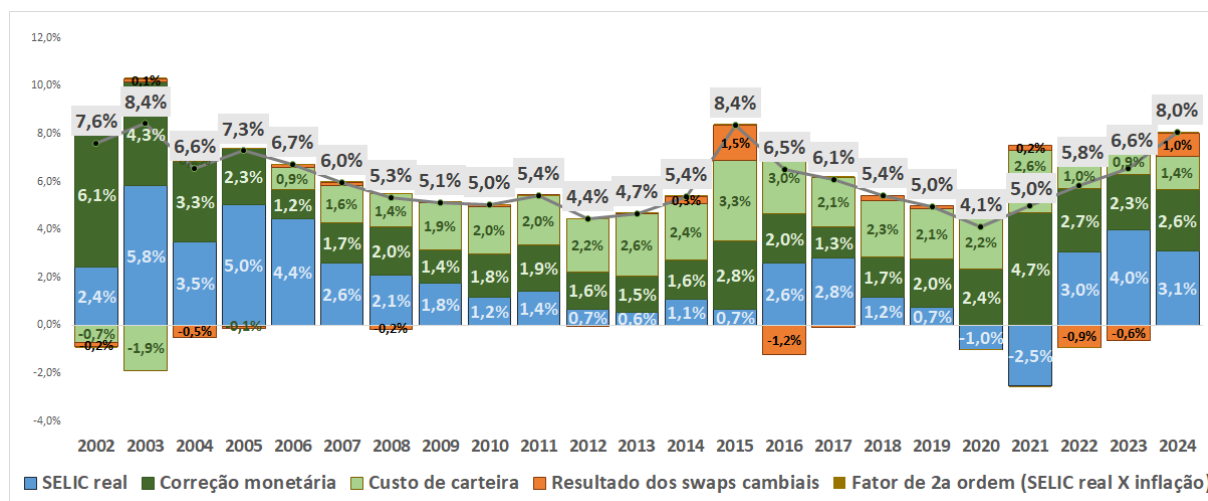
A contribuição da correção monetária saiu de 2,3 p.p. para 2,6 p.p., fruto da aceleração da inflação entre 2023 e 2024.

Já a parte advinda do custo de carregamento dos ativos de renda fixa do governo acelerou de 0,9 p.p. do PIB, em 2023, para 1,4 p.p. do PIB em 2024. Apesar de o BCB ter vendido

cerca de US\$ 35 bilhões no fim de 2024 para conter o movimento de depreciação cambial, o aumento do diferencial das taxas de juros doméstica e internacional fez o custo de carteira dos ativos de renda fixa se elevar.

Todos esses componentes podem ser vistos de maneira agregada no Gráfico 4, que atualiza a série apresentada no Estudo especial 29 para incluir o ano de 2024 fechado.

**Gráfico 4.** Juros líquidos pagos pelo setor público no Brasil – juro real, correção monetária, custo de carteira, swaps cambiais e fator de segunda ordem (% PIB)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados das Estatísticas Fiscais do BCB. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasfiscais>. Acessado em: 5 fev. 2025.

## Conclusão

O esforço de melhoria do resultado primário do setor público consolidado em 2024 não foi suficiente para melhorar significativamente o resultado nominal. Isso ocorreu por conta do aumento expressivo no pagamento líquido de juros nominais.

O déficit nominal é uma variável importante para determinação da dinâmica da dívida pública. Melhorias no resultado primário podem ser ineficazes diante de uma deterioração em termos de pagamento de juros nominais.

O determinante maior dessa elevação do pagamento de juros nominais ficou a cargo do resultado dos *swaps* cambiais do BCB utilizados para intervenções no mercado de câmbio. O movimento de depreciação cambial aumentou de forma significativa o componente dos *swaps*

cambiais no pagamento de juros nominais. Os demais componentes tiveram movimentos compensatórios entre si.

Em termos prospectivos, o processo de aperto monetário em curso tende a elevar o componente de juro real da despesa líquida de juros nominais. No mesmo sentido, o aumento do diferencial entre o juro interno e o externo tende a elevar o custo de carregamento dos ativos de renda fixa do governo, em particular das reservas internacionais. As projeções de mercado apontam ainda para aceleração da inflação, o que irá pressionar o componente de correção monetária do pagamento de juros. A dinâmica da taxa de câmbio, que sempre apresenta incertezas, vai determinar a variação do componente dos *swaps* cambiais. Assim, com todos esses movimentos em conjunto, é de se esperar que, no ano de 2025, o governo siga apresentando um gasto elevado com juros. Encontrar meios para reduzir esse gasto será primordial para garantir uma evolução mais benigna para a trajetória da dívida pública.

## Referências

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL

*Decomposição do pagamento de juros nominais líquidos no Brasil*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2024. (Estudos Especiais do BNDES, n. 29). Disponível em:

[https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/25245/1/PRFol\\_216214\\_Decomposição%20do%20pagamento%20de%20juros%20liquidos.pdf](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/25245/1/PRFol_216214_Decomposição%20do%20pagamento%20de%20juros%20liquidos.pdf). Acesso em: 31 jan. 2025

BORÇA JR., Gilberto; BARBOSA-FILHO, Nelson H. Ajuste do orçamento financeiro e custo de carregamento da dívida pública no Brasil 2002-2021. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 43, n. 1, p. 110-124, janeiro-março/2023. Disponível em:

<https://doi.org/10.1590/0101-31572023-3337>. Acesso em: 01 fev. 2025.

*Editado pelo Departamento de Relacionamento da Área de Relacionamento, Marketing e Cultura em fevereiro de 2025.*