

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

O balanço de pagamentos do Brasil sob a perspectiva da variação de reservas

Estudos especiais do BNDES
55/2025

Rio de Janeiro
Agosto 2025



Introdução

A dinâmica recente do balanço de pagamentos brasileiro tem apresentado mudanças importantes. Por um lado, observa-se uma tendência de crescimento no superávit comercial, ainda que muito dependente de fatores externos, como a demanda internacional por *commodities*. Por outro lado, há um aprofundamento do déficit na balança de serviços e da conta de rendas, gerando uma necessidade de financiamento externo para as transações correntes brasileiras. Nesse cenário, os investimentos externos no país tornaram-se, recentemente, insuficientes para o financiamento do déficit em transações correntes, o que tende a pressionar o estoque acumulado de reservas internacionais disponíveis.

O objetivo deste *Estudo especial do BNDES* é avaliar o desempenho recente do balanço de pagamentos brasileiro, com um enfoque no resultado da variação das reservas internacionais.

Do ponto de vista da identidade contábil, tem-se que:

$$\begin{aligned} BP &\equiv STC + SCF^* - \Delta Res + EO \\ BP &\equiv 0 \implies \Delta Res = STC + SCF^* + EO \end{aligned}$$

onde: BP é o balanço de pagamento; STC é o saldo em transações correntes (formado pelo somatório do saldo comercial, da conta de rendas e da conta de serviços); SCF^* é o saldo da conta capital e financeira, excluindo a variação das reservas; Δ é a variação das reservas internacionais; e EO se refere a erros e omissões.

O balanço de pagamentos, pelo método das partidas dobradas, é sempre igual a zero. A análise segmentada, supondo a ausência de erros e omissões, nos diz que a variação das reservas internacionais será igual ao somatório do saldo em transações correntes com o saldo da conta capital e financeira,

excluindo as reservas. Em um contexto em que o saldo em transações correntes seja negativo ($STC < 0$) e o saldo da conta capital e financeira seja positivo ($SCF^* > 0$), mas insuficiente para o financiamento das transações correntes, haverá uma queda do volume de reservas internacionais. Por sua vez, se o saldo da conta capital e financeira for mais do que suficiente para o financiamento do déficit em conta corrente, as reservas internacionais apresentarão variação positiva.

Além desse enfoque específico de avaliação da dinâmica do balanço de pagamentos a partir da variação das reservas internacionais, foram empregadas as seguintes convenções metodológicas:

- i. Reversão do sinal negativo dos valores da conta financeira, de forma que valores positivos correspondem a entradas de recursos no país e valores negativos a saídas, ao contrário da contabilidade usual do balanço de pagamentos.
- ii. Foram expurgados os valores referentes aos lucros reinvestidos da conta de renda primária nas transações correntes e da conta de investimento direto na conta financeira, que se anulam, do ponto de vista da entrada e saída de recursos no país.

Serão abordadas as aberturas tradicionais do balanço de pagamentos com os ajustes citados acima, destacando a dinâmica histórica e os desdobramentos recentes, para o período de 2010 a 2025. A Tabela 1 resume a contribuição das principais rubricas do balanço de pagamentos para a variação das reservas internacionais no período.

TABELA 1. COMPONENTES DA VARIAÇÃO DE RESERVAS CAMBIAIS (US\$ BILHÕES)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 *
Balança comercial	18,4	27,5	16,9	0,4	-6,7	17,4	44,5	57,4	44,3	29,6	35,7	42,3	51,5	92,3	65,8	54,6
Balança de serviços	-37,7	-44,4	-48,5	-55,0	-57,1	-45,7	-36,7	-41,6	-39,3	-38,5	-24,7	-27,0	-40,9	-43,3	-55,0	-56,4
Conta de rendas	-48,3	-47,1	-41,6	-44,8	-46,4	-37,4	-38,9	-46,6	-45,2	-46,4	-31,8	-56,8	-58,7	-69,4	-56,2	-55,1
Conta capital	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,5	-2,7	0,8	-5,7	-7,1	-11,4	-16,3	-14,2
Conta financeira	108,1	128,0	93,4	94,6	119,5	69,2	31,9	31,0	45,1	31,6	-2,1	65,1	46,7	51,8	44,6	50,4
Erros e omissões	8,4	-5,7	-1,5	-1,5	1,3	-2,5	8,1	4,6	-1,5	0,3	7,8	-4,0	1,2	1,3	-9,4	-9,7
Variação de reservas	49,1	58,6	18,9	-5,9	10,8	1,6	9,2	5,1	2,9	-26,1	-14,2	14,0	-7,3	21,4	-26,4	-30,4

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).

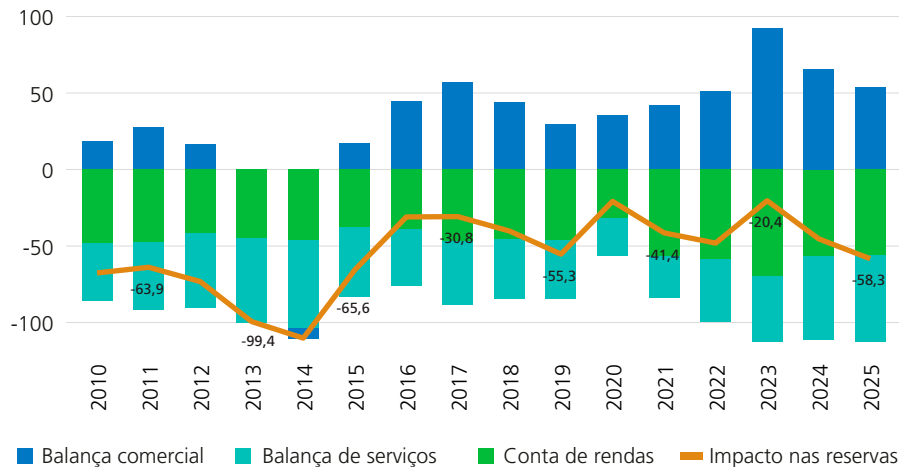
* Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

O texto terá a seguinte divisão: de início, serão analisadas as aberturas das transações correntes (balança comercial, de serviços e conta de rendas); em seguida, os determinantes da conta capital e financeira, com destaque para investimentos diretos, em carteira e demais investimentos; e, por fim, serão tecidas as considerações finais.

Transações correntes

Conforme mostra o Gráfico 1, as transações correntes contribuem negativamente para o resultado de reservas do Brasil desde 2010. Contudo, analisando as aberturas é possível perceber uma redução do patamar do déficit em transações correntes no período pós-pandemia em comparação com o início da década anterior, devido ao aumento do saldo da balança comercial.

GRÁFICO 1. IMPACTO DAS TRANSAÇÕES CORRENTES NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US\$ BILHÕES*)

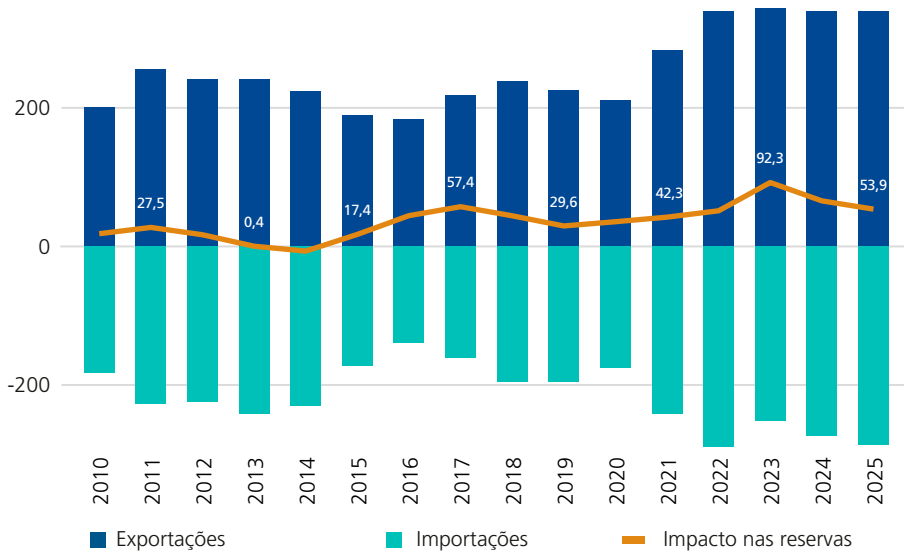


Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).

* Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

O Gráfico 2 mostra a contribuição positiva do saldo comercial para a variação das reservas internacionais. A balança comercial brasileira saiu de uma situação próxima ao equilíbrio entre exportações e importações no início da década de 2010, com um saldo de US\$ 0,4 bilhão em 2013, para um novo patamar de superávits após o fim da pandemia, com um recorde de US\$ 92,3 bilhões em 2023. Esse “novo normal” de amplos superávits comerciais se deve principalmente ao crescimento da exportação de petróleo bruto, com a maturação dos campos de petróleo do pré-sal, e ao crescimento da exportação de produtos agrícolas e da indústria de alimentos. O aumento no valor das exportações de alimentos está associado ao crescimento nos preços das *commodities* agrícolas no pós-pandemia somado à crescente produção brasileira no setor. Contudo, as importações também subiram de patamar no pós-pandemia, puxadas pelo aumento nos gastos com máquinas, aparelhos e demais produtos da indústria química, bem como pelo aumento no preço de fertilizantes.

GRÁFICO 2. IMPACTO DA BALANÇA COMERCIAL NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US\$ BILHÕES*)

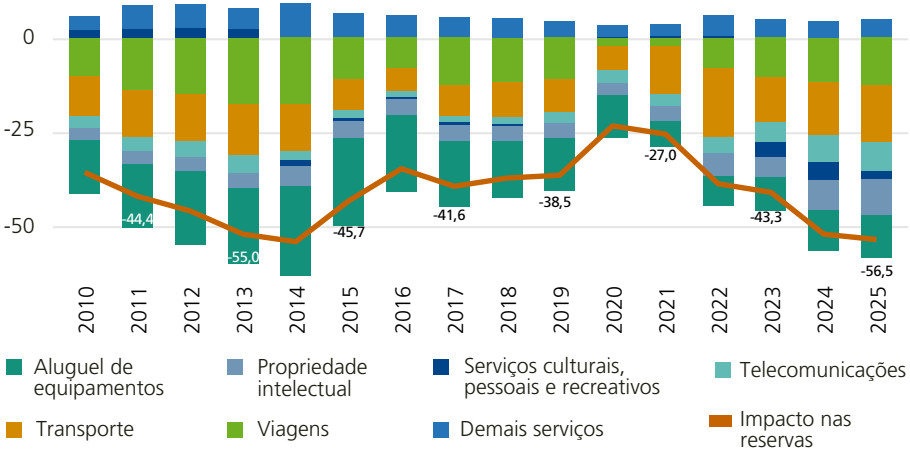


Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).

* Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

Por outro lado, a balança de serviços apresenta um déficit estrutural de longo prazo. O Gráfico 3 mostra a contribuição da balança de serviços para a variação das reservas internacionais e revela uma tendência de aprofundamento do déficit após a mínima de US\$ 25 bilhões observada em 2020 por conta da pandemia. Viagens e transportes representam, em média, 54,1% do total da balança de serviços desde 2010. Após a pandemia, observou-se uma recuperação desses gastos. Além disso, verifica-se o crescimento dos gastos com serviços de propriedade intelectual, de telecomunicações e culturais, pessoais e recreativos estrangeiros, cujos saldos negativos totalizaram, respectivamente, US\$ 8,7, 7,4 e 4,8 bilhões ao fim de 2024. Essa tendência reflete a evolução no comportamento de consumo nacional dado o desenvolvimento de novas tecnologias de uso pessoal, como os serviços de *streaming*, na conta de propriedade intelectual, e as apostas esportivas (*bets*), na conta de serviços culturais, pessoais e recreativos, bem como a demanda por serviços de telecomunicações e tecnologia da informação, impulsionados pela expansão do trabalho e ensino remoto após a pandemia.¹

GRÁFICO 3. IMPACTO DA BALANÇA DE SERVIÇOS NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US\$ BILHÕES*)



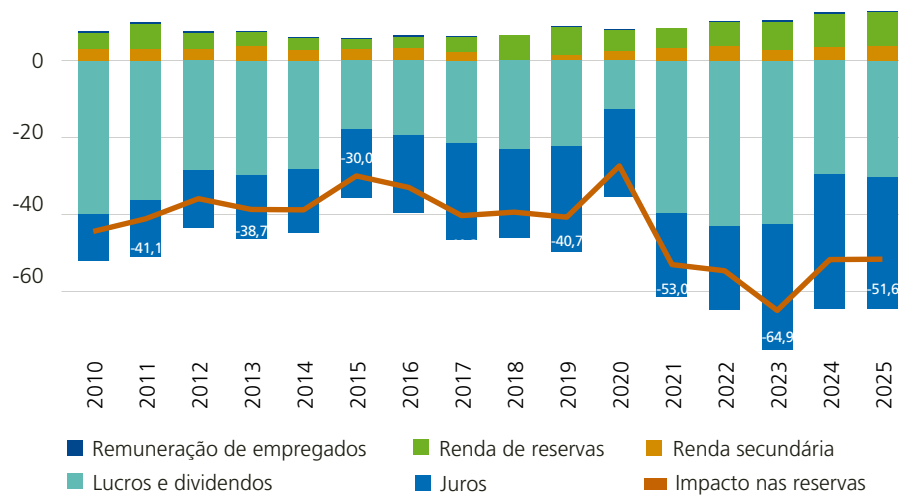
Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).

* Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

1 Para uma análise aprofundada da evolução recente da balança de serviços do Brasil, ver BNDES (2025).

Somado ao déficit na balança de serviços temos o resultado da conta de rendas, que também é historicamente negativo no Brasil. A contribuição da conta de rendas para a variação das reservas internacionais está ilustrada no Gráfico 4. Podemos ver que a contribuição negativa deriva tanto da saída de lucros e dividendos, quanto das saídas via pagamento de juros, que incidem sobre títulos da dívida negociados no mercado aberto, empréstimos intercompanhia e demais empréstimos com outras organizações. Enquanto o patamar de lucros e dividendos oscila em torno da média histórica de US\$ 28,8 bilhões negativos no período mais recente, observa-se um aprofundamento das rendas por meio do pagamento de juros, que bateu um recorde negativo de US\$ 34,8 bilhões em saídas líquidas no ano de 2024, o que é esperado pelo aumento nas taxas de juros domésticas. As rendas de reservas e as rendas secundárias são geralmente positivas, mas não o suficiente para equilibrar o déficit na conta de rendas como um todo.

GRÁFICO 4. IMPACTO DA CONTA DE RENDAS NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US\$ BILHÕES*)



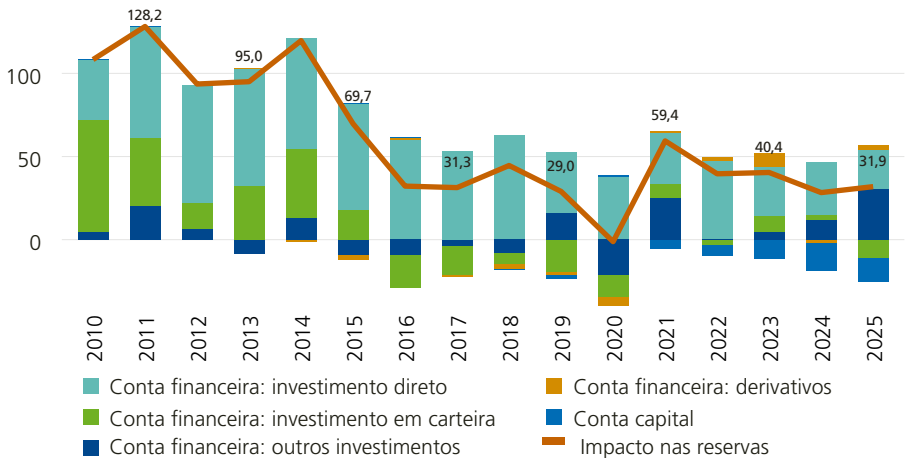
Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).

* Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

Conta capital e financeira

Analisando o lado da conta capital e financeira, é possível perceber, como mostra o Gráfico 5, que o fator principal da reversão da acumulação de reservas no Brasil está na drástica redução do investimento externo líquido, tanto direto quanto em carteira, que se soma ao surgimento de um déficit na conta capital por conta dos criptoativos. A contribuição para a variação das reservas pela conta capital e financeira saiu do máximo de US\$ 128,2 bilhões, em 2011, para US\$ 36,2 bilhões em 2025.

GRÁFICO 5. IMPACTO DA CONTA CAPITAL E FINANCEIRA NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US\$ BILHÕES*)

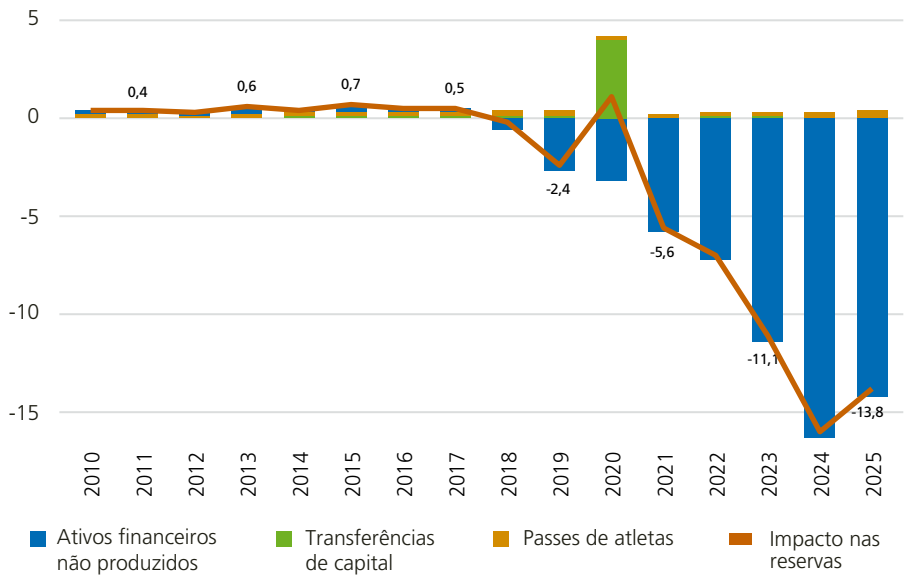


Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).

* Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

Na conta de capital, a contribuição negativa para a variação das reservas se deve ao déficit em ativos financeiros não produzidos, que contém essencialmente os investimentos em criptoativos no exterior. A conta saiu de um montante quase nulo no período de 2010 a 2017 para um déficit de US\$ 16 bilhões ao fim de 2024. Contudo, os dados preliminares de 2025 sugerem uma reversão na tendência de aumento no déficit, possivelmente motivada pelos avanços regulatórios sobre o tema no Brasil.

GRÁFICO 6. IMPACTO DA CONTA CAPITAL NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US\$ BILHÕES*)

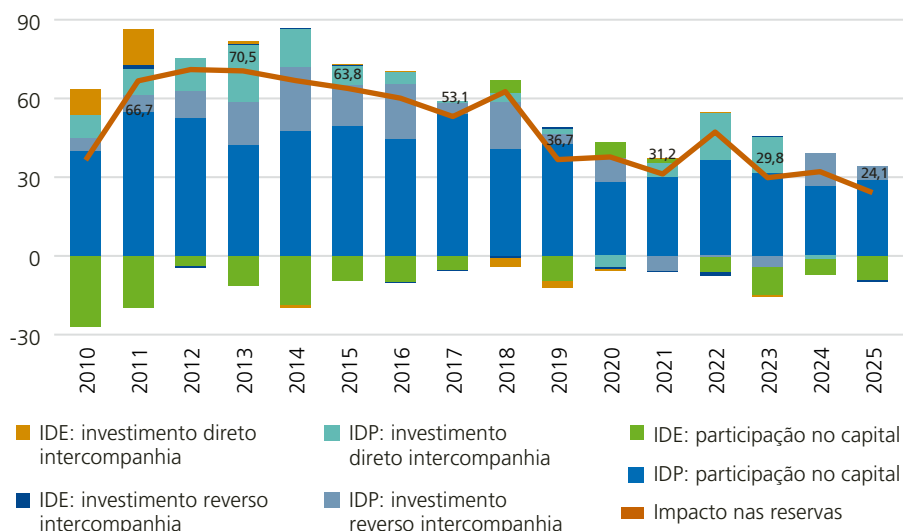


Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).

* Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

Outro componente que explica a queda na entrada de reservas foi o fluxo de investimento direto líquido no país. O Gráfico 7 mostra que o saldo do investimento direto no país saiu do máximo de US\$ 71 bilhões em 2014 para US\$ 23,7 bilhões em 2025, o menor valor do período de 2010-2025. Essa dinâmica se deve a uma queda no investimento direto no país (IDP), que superou a redução do investimento direto no exterior (IDE).² O componente de participação de capital do IDP apresentou a queda mais acentuada, saindo de US\$ 54,8 bilhões em 2011 para quase a metade, US\$ 28,5 bilhões, em 2025. Os dados sugerem uma menor atratividade das empresas brasileiras para o investidor estrangeiro no período mais recente.

2 No conceito do balanço de pagamentos, as aplicações/retiradas no passivo se referem à entrada/saída de recursos de não residentes no país, e geram entrada/saída de reservas no país. Por outro lado, aplicações/retiradas no ativo se referem à saída/entrada de recursos domésticos para o exterior, que por sua vez geram saída/entrada de reservas cambiais.

GRÁFICO 7. IMPACTO DOS INVESTIMENTOS DIRETOS NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US\$ BILHÕES*)

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).

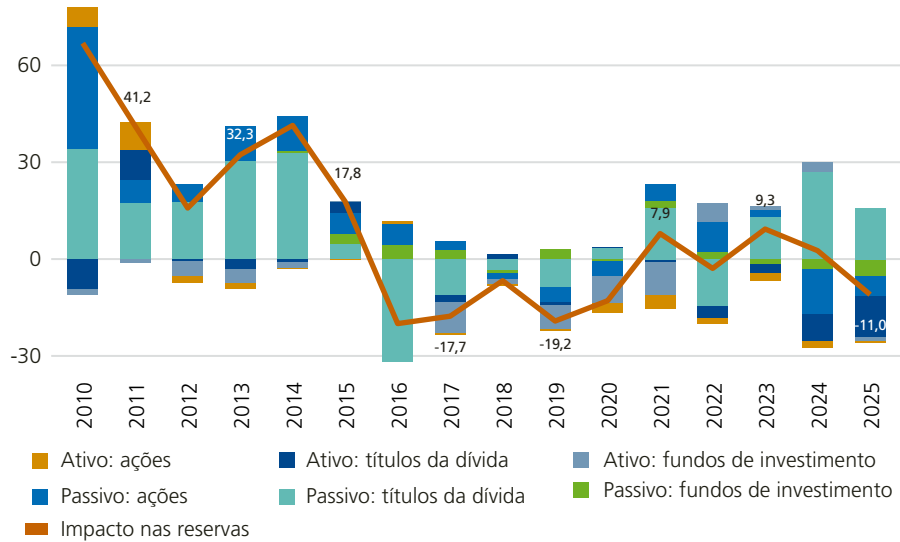
* Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

O Gráfico 8 mostra que, assim como no investimento direto, a contribuição para a variação de reservas da entrada de recursos pela conta de investimento em carteira também sofreu uma redução significativa. Podemos destacar três períodos distintos entre 2010 e 2025.

Os cinco anos iniciais, de 2010 a 2014, se destacaram pela forte entrada de recursos em carteira tanto em ações domésticas quanto em títulos da dívida brasileira, resultando em uma média de US\$ 39,5 bilhões de entrada líquida no período. No momento seguinte, de 2015 a 2020, podemos observar uma saída líquida de recursos externos do país, pressionando a conta de reservas brasileiras, principalmente na abertura de títulos da dívida domésticos. Durante esse período, a média anual de saída líquida de recursos em carteira foi de US\$ 9,8 bilhões. A partir de 2021, podemos observar uma tendência de recuperação na entrada de recursos em carteira, liderada pela aplicação

externa em títulos, possivelmente influenciado pela alta de juros domésticos, e com um comportamento do investimento em ações ainda oscilante. A média no período é positiva, mas modesta, com entrada líquida de US\$ 4,6 bilhões.

GRÁFICO 8. IMPACTO DOS INVESTIMENTOS EM CARTEIRA NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US\$ BILHÕES*)



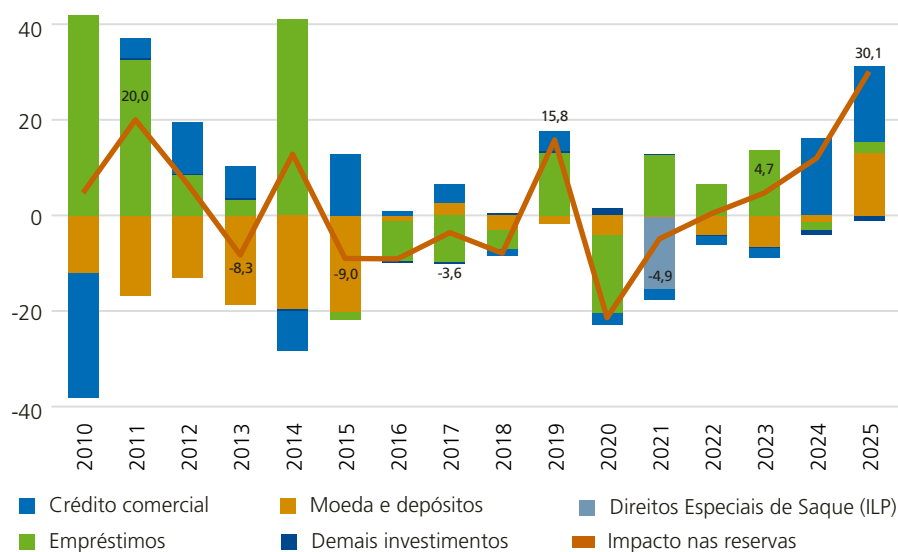
Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).

* Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

Abrindo as categorias dos outros investimentos da conta financeira, podemos observar que o comportamento dos empréstimos externos é similar ao dos investimentos em carteira no que tange à contribuição para a variação das reservas, com três fases relativamente distintas. O crédito comercial apresenta um comportamento mais oscilante, com destaque para uma entrada forte em 2024. Por fim, as aplicações em moeda e depósitos, conta que inclui principalmente a variação nas aplicações de residentes em contas correntes no exterior, seguem uma tendência complementar ao saldo geral da conta de reservas do país. No período inicial de forte entrada de recursos no geral (2010-2015), parte desses

recursos eram destinados à formação de reservas privadas no exterior. Esse comportamento arrefeceu com a diminuição da entrada de reservas no país nos anos seguintes. Podemos destacar também um comportamento atípico em 2025, com forte entrada líquida de moedas e depósitos no ano.

GRÁFICO 9. IMPACTO DOS OUTROS INVESTIMENTOS NAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US\$ BILHÕES*)

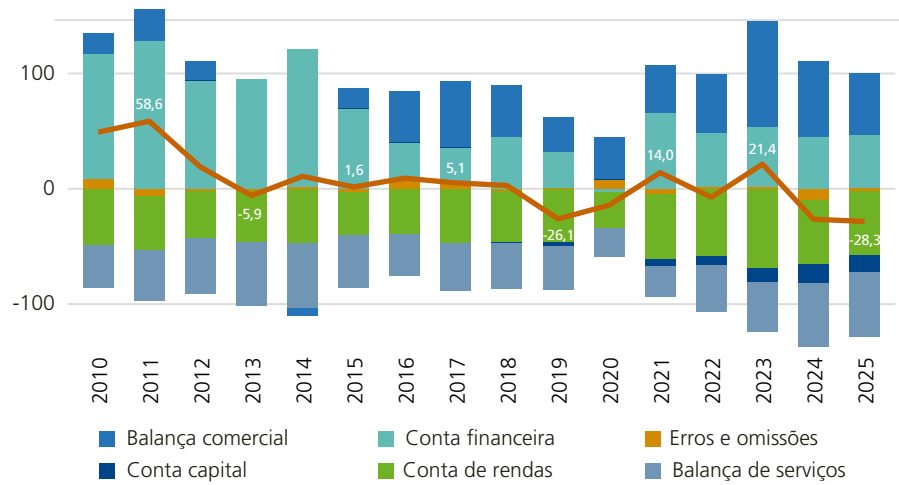


Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).

* Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

O Gráfico 10 mostra o panorama geral dos determinantes da variação de reservas, com destaque para a contribuição positiva, porém decrescente, da conta financeira e para o aprofundamento do déficit nas transações correntes (composto pelo saldo da balança comercial, de serviços e da conta de rendas). No geral, o país saiu de uma acumulação positiva de reservas de US\$ 58,6 bilhões, em 2011, para a situação atual de perda de US\$ 30,4 bilhões em reservas nos 12 meses fechados em junho de 2025.

GRÁFICO 10. VARIAÇÃO TOTAL DAS RESERVAS INTERNACIONAIS (US\$ BILHÕES*)



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil (2025).

* Dados acumulados em 12 meses até jun. 2025.

Conclusão

A análise da variação das reservas internacionais brasileiras entre 2010 e 2025 revela uma transição estrutural relevante no balanço de pagamentos. O país passou de uma posição de acumulação líquida de reservas para uma trajetória de perda, impulsionada por déficits persistentes nas transações correntes e pela redução dos fluxos de investimento externo. Embora o superávit comercial tenha se ampliado no pós-pandemia, ele não foi suficiente para compensar o aumento dos déficits na balança de serviços e na conta de rendas, especialmente com a elevação dos pagamentos de juros e a crescente demanda por serviços estrangeiros.

No lado financeiro, observa-se uma queda significativa na atratividade do Brasil para investimentos diretos e em carteira, além do surgimento de novos desa-

fios como o déficit na conta de capital associado aos criptoativos. Esses fatores, somados à menor entrada líquida de recursos, pressionam o nível de reservas internacionais e exigem um acompanhamento mais detido das contas do balanço de pagamentos. A continuidade dessa tendência pode comprometer a resiliência externa do país, tornando essencial o fortalecimento da capacidade de financiamento e a diversificação das fontes de entrada de recursos.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS)*. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub>. Acesso em: 27 ago. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Balança de serviços do Brasil: evolução recente e perspectivas*. Rio de Janeiro: BNDES, 2025. (Estudos especiais do BNDES, n. 45).

Editado pela Gerência de Editoração e Memória do
Departamento de Relacionamento da
Área de Relacionamento, Marketing e Cultura

