

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Atualizando a decomposição do pagamento de juros nominais líquido no Brasil 2002-2025

Estudos especiais do BNDES
67/2026

Rio de Janeiro
Março 2026



Introdução

O objetivo deste *Estudo especial do BNDES* é dar continuidade às edições sobre a decomposição das despesas com o pagamento líquido de juros nominais do setor público, agora com os dados fechados para o ano de 2025.¹

Lembremos, inicialmente, que nos estudos anteriores 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 a diferença de rendimento entre os ativos do governo e o custo de oportunidade de financiamento do Tesouro Nacional, obtido de maneira residual; e
- v. efeitos cruzados de inflação e juro real, que são insignificantes do ponto de vista econômico, mas necessários para completar a matemática de decomposição dos juros.

1 A série foi iniciada em 2024 (BNDES, 2024) e atualizada em 2025 (BNDES, 2025).

Resultados recentes

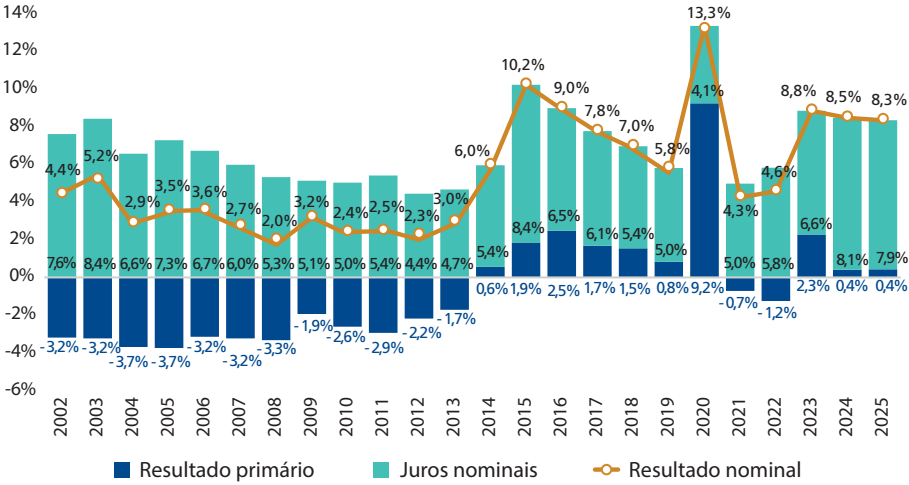
O resultado primário consolidado do setor público brasileiro (que engloba União, estados e municípios, além do Banco Central e das empresas estatais não financeiras) ficou praticamente estável entre 2024 e 2025. De acordo com dados do BCB (2026), que apura as estatísticas fiscais “abaixo da linha”,² a necessidade de financiamento do setor público consolidado no conceito primário saiu de R\$ 47,6 bilhões – ou 0,40% do produto interno bruto (PIB) – em 2024 para R\$ 55,0 bilhões em 2025, o equivalente a 0,43% do PIB.

O déficit nominal brasileiro saiu de R\$ 998 bilhões em 2024 para R\$ 1,1 trilhão em 2025. Contudo, em percentual do PIB, o déficit nominal caiu de 8,5% em 2024 para 8,3% ao fim de 2025. Essa dinâmica é explicada pela ligeira queda das despesas líquidas com os juros, que saíram de 8,1% do PIB em 2024 (R\$ 950 bilhões) para 7,9% em 2025 (R\$ 1 trilhão). O Gráfico 1 apresenta os números do resultado nominal em percentual do PIB, aberto pelo resultado primário, e a despesa com juros nominais líquidos.

A despeito da redução da despesa líquida com juros nominais em proporção ao PIB, uma análise mais detida revela alguns aspectos interessantes. O Gráfico 2 mostra a trajetória do pagamento de juros líquidos entre 2002 e 2025, segmentando os ganhos e perdas do BCB que tiveram origem nas operações com derivativos cambiais.

2 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. Os resultados fiscais obtidos pelas duas metodologias são comparáveis entre si, e ambas são importantes para a boa condução da política fiscal, devendo ser utilizadas de forma complementar.

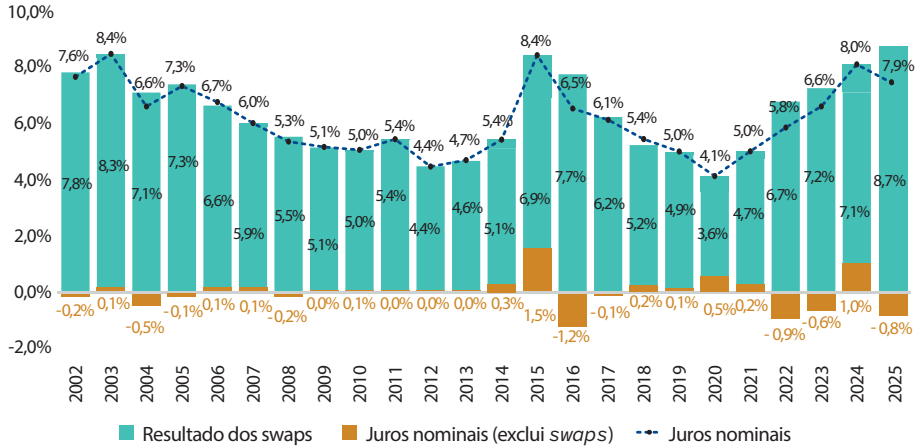
GRÁFICO 1. NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO NO CONCEITO NOMINAL – RESULTADO PRIMÁRIO E PAGAMENTO DE JUROS LÍQUIDOS NOMINAIS (% PIB) – 2002-2025



Fonte: Elaboração própria a partir BCB (2026).

Nota-se que a queda do pagamento de juros líquidos nominais, de 8,1% do PIB em 2024 para 7,9% em 2025, foi bastante influenciada pelo resultado dos *swaps* cambiais realizados pelo BCB por meio de suas intervenções no mercado de câmbio via derivativos cambiais. Em 2024, o resultado dos *swaps* havia sido desfavorável para as contas do governo, tendo contribuído para aumentar o pagamento de juros nominais em 1,0% do PIB. Em 2025, especialmente por conta do comportamento do câmbio no segundo semestre do ano, com tendência de apreciação, o resultado dos *swaps* cambiais contribuiu para reduzir o pagamento de juros em 0,8% do PIB. Desse modo, a variação da contribuição dos *swaps* cambiais entre 2024 e 2025 foi negativa, da ordem 1,8 p.p. do PIB, sendo, portanto, determinante para explicar a redução global de pagamento de juros. Entretanto, ao excluirmos os efeitos dos *swaps* cambiais, observa-se um grande aumento da despesa com juros nominais, que saiu de 7,1% do PIB em 2024 para atingir 8,7% em 2025. Trata-se, com certa folga, do maior valor em proporção do PIB da série histórica iniciada em 2002.

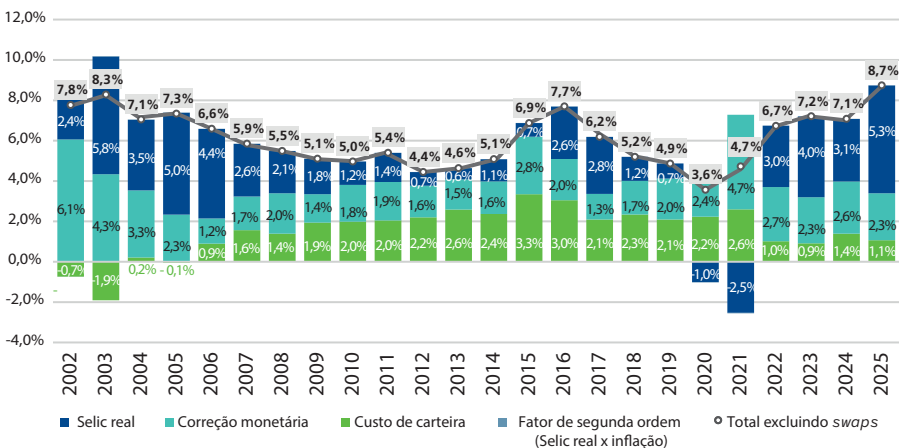
GRÁFICO 2. PAGAMENTO LÍQUIDO DE JUROS NOMINAIS NO BRASIL – SWAPS E DEMAIS COMPONENTES (% PIB) – 2002-2025



Fonte: Elaboração própria a partir de BCB (2026).

O Gráfico 3 traz a decomposição da evolução do pagamento de juros nominais excluindo os resultados dos *swaps* cambiais. Nota-se que o efeito predominante veio da contribuição da taxa de juros real, que saltou de 3,1% do PIB em 2024 para 5,3% em 2025.

GRÁFICO 3. JUROS LÍQUIDOS PAGOS PELO SETOR PÚBLICO NO BRASIL (EXCLUINDO SWAPS CAMBIAIS) – JURO REAL, CORREÇÃO MONETÁRIA, CUSTO DE CARTEIRA E FATOR DE SEGUNDA ORDEM (% PIB) – 2002-2025



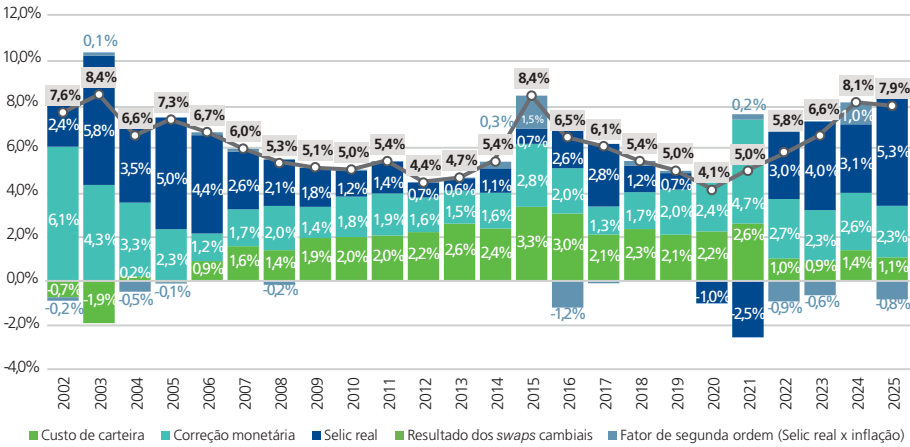
Fonte: Elaboração própria a partir de dados das estatísticas fiscais do BCB (2026).

Naturalmente, esse resultado reflete o forte aperto da política monetária ao longo de 2025, ano em que a taxa básica de juros da economia foi elevada em 275 pontos básicos (de 12,25% a.a. no fim de 2024 para 15,0% a.a. no fim de 2025). Isoladamente, o componente do juro real representou a maior parcela da composição do pagamento de juros nominais, com um dos maiores valores da série histórica desde 2002 (inferior apenas ao do ano de 2003).

A contribuição da correção monetária saiu de 2,6 p.p. para 2,3 p.p., fruto da desaceleração da inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) entre 2024 e 2025. Já a parte advinda do custo de carregamento dos ativos de renda fixa do governo desacelerou de 1,4 p.p. do PIB em 2024 para 1,1 p.p. do PIB em 2025.

Atualizando a série apresentada no *Estudo especial do BNDES 40* (BNDES, 2025) para incluir o ano de 2025 fechado, o Gráfico 4 mostra todos os componentes do exercício de decomposição do juro nominal líquido de maneira agregada, incluindo os *swaps* cambiais.

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) – 2002-2025



Fonte: Elaboração própria a partir de BCB (2026).

Conclusão

A atualização da decomposição do pagamento de juros nominais líquidos até 2025 reforça a importância de se analisar cuidadosamente os fatores subjacentes à dinâmica recente do resultado nominal no Brasil. Embora a despesa líquida com juros tenha apresentado leve recuo em proporção do PIB entre 2024 e 2025, esse movimento esteve fortemente condicionado ao resultado favorável das operações de *swaps* cambiais do Banco Central associado à apreciação cambial observada no segundo semestre de 2025. Trata-se, portanto, de um fator de natureza essencialmente conjuntural e altamente volátil.

Ao se excluir o efeito dos *swaps* cambiais, observa-se um aumento expressivo da despesa com juros nominais, que atingiu em 2025 o maior valor da série histórica iniciada em 2002. Esse comportamento é explicado sobretudo pela forte elevação do componente de juro real, refletindo o aperto significativo da política monetária ao longo do ano. Mesmo com a desaceleração da inflação, que contribuiu para reduzir o peso da correção monetária, e com a atenuação do custo de carregamento dos ativos do governo, o juro real exerceu papel claramente dominante na composição do gasto com juros nominal em proporção ao PIB.

Os resultados evidenciam que melhorias pontuais no resultado primário ou reduções transitórias no pagamento de juros decorrentes de movimentos cambiais favoráveis não são suficientes para alterar de forma estrutural a dinâmica do resultado nominal. Em um ambiente de taxas de juros reais persistentemente elevadas, o esforço fiscal primário tende a ser parcialmente neutralizado pelo custo financeiro do endividamento, com consequências para a dinâmica da dívida pública.

Nesse contexto, a trajetória futura da dívida pública seguirá fortemente condicionada à interação entre a política monetária, a dinâmica inflacionária e comportamento do câmbio. A redução sustentável do gasto com juros requer,

portanto, não apenas recomposição dos resultados primários, mas também um ambiente macroeconômico capaz de permitir a convergência das taxas reais de juros para níveis historicamente mais baixos, sob pena de manutenção de um resultado nominal estruturalmente pressionado, mesmo em cenários de relativo equilíbrio primário.

Referências

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Estatísticas fiscais. Banco Central do Brasil, Brasília, DF, 30 jan. 2026. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasfiscais>. Acesso em: 31 jan. 2026.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Decomposição do pagamento de juros nominais líquidos no Brasil. Rio de Janeiro: BNDES, 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. Acesso em: 31 jan. 2026.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Atualizando a decomposição do pagamento de juros nominais líquidos no Brasil 2002-2024. Rio de Janeiro: BNDES, 2025. (Estudos Especiais do BNDES, n. 40). Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/26327/1/PRFol_216350_Atualizando%20decomposi%C3%A7%C3%A3o%20do%20pagamento%20de%20juros_.pdf. Acesso em: 31 jan. 2026.

BORÇA JR., G.; BARBOSA-FILHO, N. H. Ajuste do orçamento financeiro e custo de carregamento da dívida pública no Brasil 2002-2021. *Brazilian Journal of Political Economy*, São Paulo, v. 43, n. 1, p. 110-124, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0101-31572023-3337>. Acesso em: 1 fev. 2025.

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

