



ANÁLISE | ECONOMIA BRASILEIRA

Eleição presidencial no Brasil: de onde virão os dólares que faltam nos próximos anos?

Os dados do Banco Central, do IBGE e do Federal Reserve mostram o que os dois campos escondem

Alejandro Alvaro, 8KGM, The 8 Group

Outubro de 2026

A disputa econômica deste ano repete duas histórias, e cada lado costuma mostrar só uma parte dos números.

Uma história é que o governo gasta mais do que arrecada, a dívida cresce por causa disso e os juros altos são o remédio amargo. A solução? Baixar o gasto, baixar a dívida e baixar os juros. Assim, baixa a dívida das famílias, sobra mais para a feira e a economia cresce novamente.

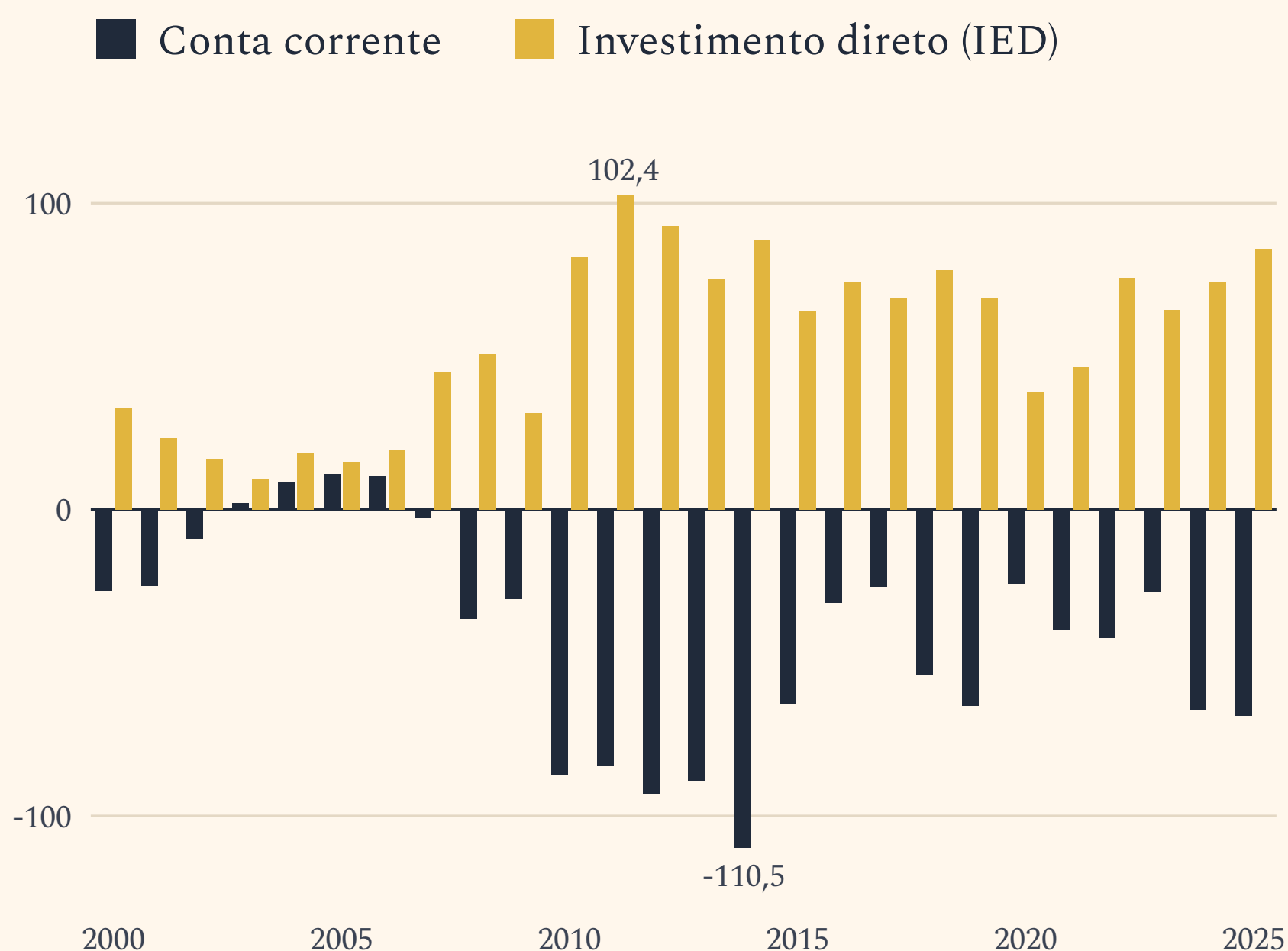
Na outra história, o investimento estrangeiro e as reservas na casa de US\$ 360 bilhões provam que a economia está sólida. O problema seria cortar gastos, o que acabaria com essa solidez.

Já os dados do Banco Central, do IBGE e do Federal Reserve mostram algo que fica fora das duas histórias quando olhamos as contas externas. Quem financia o buraco externo do país e quanto custa esse financiamento?

1. O buraco externo e quem o financia

Desde 2008 o Brasil fechou todos os anos com déficit na conta corrente. A soma, até 2025, passa de US\$ 1 trilhão (US\$ 1,03 trilhão, para ser preciso). Quem fechou essa conta foi o investimento direto no país (IED). Entre 2010 e 2025 entraram US\$ 1,18 trilhão, contra um déficit acumulado de US\$ 0,96 trilhão. Em 12 dos 16 anos, o IED sozinho cobriu a conta do ano.

Desde 2008 o Brasil fecha todo ano no vermelho com o exterior, perto de US\$ 60 bilhões por ano, e quem cobre esse buraco é o investimento estrangeiro direto.



Conta corrente e investimento direto no país, US\$ bilhões por ano, 2000 a 2025. Fonte: Banco Central do Brasil, séries 22701 e 22885, somas anuais de dados mensais.

O IED apresenta uma regularidade que chama a atenção. Desde 2010, tem se mantido entre 2,6% e 4,1% do PIB em dólares, apesar das grandes variações nas taxas de juros, no câmbio e nos preços das commodities. Essa persistência sugere que há fatores estruturais, menos sujeitos às oscilações da economia, sustentando a entrada de investimentos estrangeiros no país.

Os dois campos interpretam a entrada de capital estrangeiro como uma boa notícia, mas por razões diferentes. Para os economistas ortodoxos, ela sinaliza a confiança dos mercados e representa uma fonte de poupança externa, capaz de complementar os recursos

internos para financiar investimentos no país. Para muitos heterodoxos, é uma demonstração de que o modelo econômico está funcionando. No entanto, ambos deixam de lado uma questão fundamental: quanto custa ao país atrair esse capital?

2. A dívida pública

Entre 2002 e 2025, os juros nominais pagos pelo setor público consolidado somaram R\$ 8,5 trilhões e o resultado primário acumulado ficou em R\$ 0,4 trilhão de déficit. Os juros respondem por cerca de 95% do déficit nominal do período. Os valores são correntes, sem correção pela inflação, o que dá mais peso aos anos recentes.

Desde 2002, os juros respondem por cerca de 95% do déficit nominal do setor público.

A divisão por fases ajuda a ver o mecanismo:

Período	Resultado primário acumulado	Juros nominais acumulados
2002 a 2013	superavit de R\$ 1,0 trilhão	R\$ 2,1 trilhões
2014 a 2025	déficit de R\$ 1,4 trilhão	R\$ 6,4 trilhões

No primeiro período, o governo arrecadou mais do que gastou, descontados os juros, e a dívida cresceu mesmo assim. No segundo, os déficits primários pesaram (R\$ 703

bilhões só em 2020, ano da pandemia), mas os juros foram mais de quatro vezes maiores.

Entre 2002 e 2013 o governo fez R\$ 1 trilhão de superavit primário, e a dívida cresceu mesmo assim.

O artigo 164 da Constituição proíbe o Banco Central de financiar o Tesouro. Por isso, o gasto que a arrecadação não cobre é absorvido pelo Tesouro por meio da emissão de títulos da dívida pública, que ele vende ao mercado.¹

A discussão sobre gasto público tem importância por outras razões, mas a trajetória da dívida desde 2002 é explicada sobretudo pela conta de juros.

3. As reservas como seguro

As reservas internacionais, de US\$ 363 bilhões no fim de setembro de 2026, costumam ser apresentadas como sinal de força. Elas têm outro papel, que o resto dos dados ajuda a ver: servem de seguro para quem tem dinheiro investido no país. Se o câmbio disparar, o Banco Central tem dólares para vender.

A escala importa. No fim de 2025, o estoque de investimento direto estrangeiro no Brasil somava US\$ 1,4 trilhão, quase quatro vezes as reservas da mesma data (US\$ 358 bilhões). O seguro cobre uma fração do que está exposto. E a confiança que ele sustenta depende de o câmbio não se mover de maneira abrupta.

O investimento estrangeiro acumulado no país soma US\$ 1,4 trilhão, e as reservas, US\$ 358 bilhões. Um sinal amarelo.

Há também um custo. O Banco Central compra dólares e esteriliza² a compra com operações compromissadas³, que pagam juros em reais. Ou seja, o país se endivida a uma taxa e aplica a outra.

4. A Selic atrai o investimento direto?

Um argumento diz que os juros altos são o preço para atrair capital estrangeiro, promovendo o chamado carry-trade⁴.

Testamos isso de vários ângulos com dados anuais de 2000 a 2025: a Selic nominal e a real, a Selic convertida em dólares pela variação do câmbio, a diferença entre a Selic e a taxa básica dos Estados Unidos e os preços de petróleo, minério de ferro e soja.

O IED total não respondeu a nenhuma dessas medidas de forma consistente. A correlação⁵ com a Selic real foi de -0,16, um valor perto de zero. Os preços das commodities explicaram cerca de 1% da variação do IED de um ano para o outro (R^2 de 0,01)⁶. Em 2012, com a Selic real em 2,5%, o IED chegou a 3,8% do PIB. Em 2003 e 2005, com a Selic real acima de 12%, ficou perto de 1,8%.

Quando o IED é aberto em partes, aparece um efeito pontual. Os empréstimos entre empresas (a matriz emprestando à filial) respondem à diferença entre a Selic e a taxa americana: cada ponto percentual a mais vem com cerca de 0,08% do PIB em empréstimos adicionais, entre 2010 e 2025. Esses empréstimos são em média 21% do IED. Se o déficit externo é de US\$ 65 bilhões, algo como US\$ 13 bilhões chegam por esse canal.

A conclusão honesta tem dois lados. Dizer que a Selic paga a conta em dólares exagera, porque a maior parte do IED entra independentemente do juro. Dizer que o juro não importa também exagera, porque cerca de um quinto da entrada responde a ele. O número se apoia em 16 observações e os anos de diferencial muito alto (2010 a 2014) pesam no resultado.

5. O custo do capital estrangeiro

Todo dólar de investimento direto cria um direito sobre lucros futuros. Entre 2003 e 2025, a renda paga anualmente aos investidores diretos subiu de cerca de 1% para algo entre 3,4% e 4,0% do PIB nos últimos cinco anos. O retorno sobre o estoque ficou na faixa de 6% a 7% ao ano em dólares, sem tendência de queda.⁷

Dessa renda, entre 2010 e 2025:

Destino da renda	US\$ bilhões	Parcela
Dividendos remetidos	461	55%
Lucros reinvestidos	231	28%
Juros de empréstimos entre empresas	142	17%
Total	834	100%

Os lucros reinvestidos aparecem duas vezes na balança de pagamentos: como renda que sai (o lucro pertence ao dono estrangeiro) e como investimento que entra (o dono decide manter o dinheiro no país). Os dois lançamentos se cancelam em caixa. Isso significa que cerca de um quinto

do IED divulgado não traz dólar nenhum para financiar o déficit.

Em caixa, a comparação fica assim para 2020 a 2025: saíram cerca de US\$ 309 bilhões em dividendos e juros de empréstimos entre empresas, e entraram cerca de US\$ 270 bilhões em investimento novo, já sem os lucros reinvestidos. Nesses seis anos, o setor estrangeiro retirou cerca de US\$ 39 bilhões a mais do que trouxe. Entre 2010 e 2019, o saldo era favorável ao país, com cerca de US\$ 680 bilhões entrando contra cerca de US\$ 294 bilhões saindo.

Entre 2020 e 2025, o capital estrangeiro levou do país cerca de US\$ 39 bilhões a mais do que trouxe.

O IED financia o déficit externo ao qual ele mesmo contribui. Enquanto o estoque cresce, o arranjo se sustenta. Quanto maior o estoque, maior a renda que precisa sair a cada ano.

6. Crescimento e restrição externa

A balança comercial (exportações menos importações) é positiva em boa parte dos anos, o que costuma ser interpretado como sinal de que o setor externo está resolvido. Mas, os volumes comercializados contam outra história. Isso porque os valores em dólares refletem tanto as quantidades exportadas e importadas quanto as variações dos preços internacionais.

Entre 2000 e 2025, o PIB real cresceu 2,2% ao ano, as exportações 4,2% e as importações 4,1%. As importações crescem quase duas vezes mais rápido do que a renda, o que os economistas chamam de elasticidade⁸ de cerca de 1,8. Pela regra de Thirlwall, o ritmo de crescimento em que o país consegue pagar as importações com o que exporta é o crescimento das exportações dividido por essa elasticidade, ou seja, cerca de 2,3% ao ano, quase exatamente o que o país cresceu.

O resultado depende da janela. De 2003 a 2025, a elasticidade sobe para 2,2 e o ritmo compatível cai para 1,6% ao ano. De 2010 a 2025, a elasticidade cai para 1,3 e o ritmo compatível sobe para 2,3% ao ano, acima do crescimento efetivo de 1,3% ao ano. Nesse período, a economia cresceu abaixo do que o limite externo permitiria,

o que mostra que ele não foi o único freio. Nas três janelas, o limite fica entre 1,6% e 2,3% ao ano. Um crescimento sustentado de 3% a 4% levaria as importações a crescer bem mais que as exportações, e a diferença teria de ser coberta por entrada de capital.

Isso ajuda a entender por que o déficit na conta corrente aparece nos anos de expansão (2008 a 2014, por exemplo) e some quando a economia desacelera. O crescimento baixo ajuda a manter a balança comercial positiva. O petróleo do pré-sal e as exportações agrícolas elevam o crescimento compatível.

7. O que cai nos dois campos

Do lado ortodoxo, os dados não sustentam duas ideias muito repetidas. A primeira é que o déficit primário explica a dívida: desde 2002 os juros respondem por cerca de 95% do déficit nominal. A segunda é que o juro alto é o preço que atrai o capital que o país precisa. O IED total não acompanha a Selic e só uma parte pequena dele, os empréstimos entre empresas, responde ao diferencial de juros.

Do lado heterodoxo, duas ideias também ficam sem apoio. O IED e as reservas altas mostram solidez, mas o IED tem custo anual que hoje se aproxima do que entra em caixa. Crescer mais com demanda pública ou privada esbarra num limite externo que os volumes de importação tornam visível. Vale ainda um cuidado: mostrar que o gasto não é a causa principal da dívida não resolve a questão fiscal, porque a conta de juros continua existindo e alguma política precisa responder a ela.

O que sobra para os dois lados é uma pergunta que os programas de governo raramente fazem: se o país crescer mais, de onde virão os dólares? Programas que prometem crescimento, moradia, saneamento e conectividade raramente dizem quanto disso depende de importar, e

quanto do que se importa pode ser feito aqui. Essa pode ser a próxima etapa de uma discussão mais séria.

8. Limites da análise e fontes

Os resultados valem como evidência e o grau de certeza varia de um achado para outro.

- Os testes usam dados anuais, com 26 observações (16 para as partes do IED). Um efeito pequeno ou concentrado em poucos anos pode passar despercebido.
- Juros e fluxos de capital se determinam juntos: o Banco Central tende a subir a Selic quando teme saída de capital. Isso pode esconder uma relação real.
- O retorno sobre o estoque de IED sofre com a quebra de série de 2010 e com variações de câmbio e de preços de ações.
- Parte dos empréstimos entre empresas responde a decisões tributárias e de tesouraria das matrizes, que os dados não separam.
- O índice de commodities combina petróleo, minério de ferro e soja com pesos iguais, e a série de minério de ferro foi conferida só de forma aproximada nos anos iniciais.
- As reservas seguem o conceito de liquidez internacional do Banco Central (série diária 13621), e o custo de carregamento não foi calculado.

- Não foram medidos os benefícios do capital estrangeiro (produtividade, exportações, tecnologia), que entrariam no outro lado da conta.

Fontes, acessadas em outubro de 2026:

- Banco Central do Brasil, Sistema Gerenciador de Séries Temporais (dadosabertos.bcb.gov.br): séries 22701, 22885, 22891, 22892, 22811, 22814, 24041, 24042 e 13621.
- IBGE, Sistema SIDRA (sidra.ibge.gov.br): tabela 1620, volumes encadeados do PIB, e exportações e importações de bens e serviços em volume.
- Federal Reserve Bank of St. Louis, FRED (fred.stlouisfed.org): séries FEDFUNDS, POILBREUSDM, PIORECRUSDM e PSOYBUSDM.

Notas

¹ **Como funciona o dinheiro que compra os títulos.** Os bancos compram os títulos do Tesouro com reais que já estão depositados nas contas deles no Banco Central, as chamadas reservas bancárias. Esses reais têm uma origem: foram criados antes, por quem tem o poder de emití-los. Os bancos criam depósitos quando concedem crédito, mas as reservas que circulam entre eles e o Banco Central só podem ser emitidas pelo próprio Banco Central.

Vista pelo conjunto formado pelo Tesouro e pelo Banco Central, a sequência fica assim:

1. O gasto do governo que a arrecadação não cobriu põe reais nas contas dos bancos.
2. Depois o Tesouro vende títulos e recolhe de volta uma parte desses reais, trocando dinheiro parado por um papel que paga juros.
3. O déficit de um ano e a compra de títulos no mesmo ano são, nesse sentido, dois lados da mesma operação.

O gasto fiscal não é a única porta de entrada desses reais. Eles também chegam quando o Banco Central paga juros nas operações compromissadas, quando o Tesouro paga juros da dívida e quando o Banco Central compra dólares. Todos esses pagamentos saem de reais que o próprio Banco Central emite. O governo não precisa receber ouro ou outra riqueza do setor privado antes de gastar, como acontecia no século XIX, quando a moeda dependia de metal.

Essa é a descrição contábil do sistema e serve de ponto de partida. Quem a aceita tira conclusões diferentes sobre o que ela significa para os limites do endividamento e esse debate segue aberto.

² **Esterilização.** Quando o Banco Central compra dólares, paga com reais novos e esses reais vão parar nas contas dos bancos. Se ficassem ali, empurrariam a taxa de juros para baixo. Para evitar isso, o Banco

Central recolhe esses reais de volta e entrega aos bancos, em troca, um título que paga juros. Esse recolhimento é a esterilização.

³ **Operações compromissadas.** São operações em que o Banco Central vende um título público a um banco e se compromete a recomprá-lo depois por um preço um pouco maior. Na prática, o banco empresta reais ao Banco Central por um prazo curto, em geral de um dia e recebe juros por isso. É o instrumento mais usado pelo Banco Central para esterilizar a compra de dólares.

⁴ **Carry-trade.** O investidor toma dinheiro emprestado em um país onde o juro é baixo, como os Estados Unidos, troca esse dinheiro por reais e aplica em títulos brasileiros, que pagam juros mais altos. Ele ganha a diferença entre os dois juros, desde que o câmbio não se mova contra ele. É capital financeiro de curto prazo, que entra e sai com facilidade, ao contrário do investimento direto, que compra participação em empresas que operam no país.

⁵ **Correlação.** É uma medida de quanto duas séries de números andam juntas, em uma escala de -1 a +1. Perto de +1, as duas sobem e descem juntas. Perto de -1, uma sobe quando a outra desce. Perto de zero, quase não há relação. A correlação mostra se as séries se movem juntas, e a pergunta sobre qual delas causa a outra fica em aberto.

⁶ **R².** Indica que parcela das oscilações de uma série outra série consegue explicar, de 0% a 100%. Um R² de 0,01 quer dizer que 1% das oscilações do IED acompanham o preço das commodities e que os outros 99% tiveram outras causas.

⁷ **Dois cuidados com esses números.** O estoque tem uma quebra de série entre 2009 e 2010 (de US\$ 401 bilhões para US\$ 682 bilhões), ligada a valorização e revisão, e o retorno de 2010 fica distorcido por isso. E o estoque oscila com o câmbio e com os preços de ações, o que dá ruído à taxa de retorno de cada ano.

⁸ **Elasticidade.** Mede quanto uma coisa reage quando outra muda.

Uma elasticidade de 1,8 quer dizer que, a cada 1% de aumento da renda do país, as importações sobem cerca de 1,8%. Com elasticidade 1, as duas crescem no mesmo ritmo. Acima de 1, as importações crescem mais rápido do que a renda.