

BALANÇO DE PAGAMENTOS E A FINANÇA COMO PADRÃO DE ACUMULAÇÃO: uma análise crítica do Regime Fisco-Financeiro brasileiro (2015–2025)

Rodolfo Francisco Soares Nunes¹, Mayara Francisca da Silva Barbosa², Leonardo Pereira Vieira Filho^{1,2}

¹Doutorando em Políticas Públicas pela Universidade Federal do Maranhão, Professor do Curso de Relações Internacionais da Universidade Estadual do Maranhão, São Luís, MA, Brasil (rodolfofsnunes@gmail.com)

²Graduanda em Relações Internacionais pela Universidade Estadual do Maranhão, São Luís, MA, Brasil (mayarafrasil@gmail.com)

^{1,2}Graduando em Relações Internacionais pela Universidade Estadual do Maranhão, São Luís, MA, Brasil

Resumo: O artigo analisa o Balanço de Pagamentos brasileiro entre 2015 e 2025 a partir do regime fisco-financeiro, mostrando que os déficits externos decorrem da financeirização, da dependência de capitais, da renda primária e dos serviços digitais. Defende que reservas e investimento direto ocultam uma vulnerabilidade estrutural pois financiam o presente enquanto ampliam remessas futuras ao exterior e reforçam a inserção subordinada do Brasil na economia mundial, como padrão dependente e desigual hoje.

Palavras-chave: Balanço de Pagamentos; Regime fisco-financeiro; Financeirização; Vulnerabilidade externa; Serviços digitais.

INTRODUÇÃO

A análise do Balanço de Pagamentos (BP) de uma economia periférica não pode se restringir ao exame de fluxos contábeis e indicadores de sustentabilidade de curto prazo sem incorrer no risco de tomar os fenômenos pela sua aparência imediata (Stockhammer, 2004). No caso brasileiro, os dados do setor externo reveláveis pela leitura do BP publicado mensalmente pelo Banco Central do Brasil (BCB) são, antes de qualquer coisa, o registro estatístico de relações sociais e institucionais que estruturam a inserção do país na economia mundial capitalista. Compreender por que o Brasil acumula déficits sistemáticos em transações correntes, por que o déficit em renda primária cresceu de forma quase ininterrupta nas últimas três décadas e porque o déficit em serviços acelerou nos anos mais recentes exige ir além dos diagnósticos de competitividade ou de inadequação cambial para alcançar a dimensão estrutural do problema.

Nesse sentido, o presente artigo mobiliza o conceito de regime fisco-financeiro, desenvolvido sobretudo por Bruno e Caffé, articulado à noção mais ampla de financeirização como padrão sistêmico de riqueza, formulada por Braga, para interpretar a trajetória recente do BP brasileiro. A análise das variáveis macroeconômicas convencionais do setor externo

brasileiro funciona como espelho de um regime de acumulação no qual a valorização financeira, sustentada institucionalmente pela política fiscal, pela taxa de juros e pela abertura financeira, o que subordina a dinâmica produtiva e impõe ao BP um padrão de desequilíbrio estrutural que não pode ser resolvido pelos instrumentos de política macroeconômica convencionais sem ruptura com as próprias formas institucionais que o constituem (Braga et al., 2017; Bruno; Caffé, 2017).

Os dados empíricos corroboram a gravidade do quadro. Em 2025, o déficit em transações correntes alcançou US\$ 68,8 bilhões, equivalente a 3,02% do PIB, o maior desde 2014. O déficit em renda primária, que concentra os pagamentos de juros e de lucros e dividendos ao exterior, somou US\$ 81,3 bilhões no mesmo ano, enquanto o déficit em serviços, com crescimento acelerado das remessas para plataformas digitais e pagamentos de propriedade intelectual, atingiu US\$ 52,9 bilhões. Tais valores compõem um quadro que não se reduz a volatilidades conjunturais, mas expressa tendências de longa duração (Banco Central do Brasil, 2025b).

O artigo está estruturado da seguinte forma. A segunda seção desenvolve o referencial teórico, articulando os conceitos de financeirização e de regime fisco-financeiro, bem como a relação entre esses conceitos



e a análise do setor externo. A terceira seção descreve os procedimentos metodológicos adotados, com ênfase na base de dados e no tratamento quantitativo em R. A quarta seção apresenta a análise empírica do BP, organizada em torno dos quatro canais pelos quais o regime fisco-financeiro se manifesta no setor externo. A quinta seção discute as implicações dos resultados, problematizando especialmente a narrativa convencional de sustentabilidade externa. As considerações finais sintetizam as contribuições do artigo e indicam uma agenda de pesquisa.

MATERIAL E MÉTODOS

A análise empírica apoia-se nos dados disponibilizados pelo Banco Central do Brasil (BCB) por meio do Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS), que registra as contas do BP segundo os padrões metodológicos da sexta edição do Manual de Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional (BPM6), adotados pelo Brasil desde 2015. O período de análise cobre janeiro de 2015 a dezembro de 2025, permitindo captar os principais ciclos de expansão e contração do setor externo no período recente (Banco Central do Brasil, 2025a).

As séries utilizadas e seus respectivos códigos SGS são: transações correntes — saldo mensal (22701); balança comercial (bens) — saldo (22707); balança comercial e serviços — saldo (22704); conta capital — saldo (22851); conta financeira — líquido (22863); IDP — líquido (22864); ativos de reserva — mensal (23043); e reservas internacionais — total (3546). Os dados de renda primária desagregada (juros vs. lucros e dividendos) foram obtidos por meio das notas de estatísticas do setor externo publicadas mensalmente pelo BCB (Banco Central do Brasil, 2025a).

As principais operações analíticas incluem o cálculo de acumulados em 12 meses, que suavizam a forte sazonalidade dos dados mensais e permitem leitura estrutural das tendências, a normalização pelo PIB para comparabilidade histórica, a decomposição da renda primária entre juros e lucros/dividendos, e a construção de indicadores de sustentabilidade externa, entre eles a razão entre o déficit corrente acumulado e as reservas internacionais (Banco Central do Brasil, 2025a; Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), 2016; Lima; Feijó, 2013).

A análise quantitativa não é tratada como um fim em si mesma, mas como instrumento de verificação empírica de hipóteses derivadas do referencial teórico (Lakatos, 2021). Em cada subseção da análise, os dados do BP são interpretados à luz dos quatro canais de articulação identificados na seção teórica, com atenção especial à lógica de circularidade entre fluxo e estoque de passivos externos.

RESULTADOS E DISCUSSÃO

O ponto de partida teórico do presente trabalho é o conceito de financeirização elaborado por José Carlos Braga, para quem trata-se do "padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo" que emerge a partir dos anos 1960 nos Estados Unidos e se difunde mundialmente nas décadas seguintes. Para Braga, a financeirização não é um fenômeno setorial ou uma patologia do capitalismo, mas uma transformação estrutural nas formas de geração, valorização e distribuição da riqueza, na qual as operações com ativos financeiros passam a determinar a lógica de funcionamento dos agentes privados, do Estado e das relações econômicas internacionais (Braga et al., 2017; Braga, 1997).

Essa transformação implica um deslocamento na hierarquia dos objetivos econômicos: a criação de valor pela produção de bens e serviços passa a ser subordinada às exigências de remuneração da riqueza financeira, expressa em juros, dividendos, ganhos de capital e rendas de propriedade intelectual. A expressão mais visível desse deslocamento encontra-se na defasagem crescente, recorrente e prolongada entre, de um lado, os valores atribuídos aos papéis representativos da riqueza e, de outro, os valores efetivamente vinculados aos bens, serviços e bases técnico-produtivas sobre as quais se apoia a reprodução material da vida e da sociedade (Alencar et al., 2019; Banco Central do Brasil, 2025b, 2025a; Bruno, 2013). Em termos macroeconômicos, o resultado é o que a literatura regulacionistas denomina regime de acumulação dominado pelas finanças (finance-led regime).

No Brasil, essa configuração assume características particulares. Bruno e coautores identificaram para o período pós-liberalização um regime em que a financeirização não leva a um crescimento liderado pelas finanças, mas a um bloqueio da acumulação produtiva: um finance-blocked growth regime, no qual os recursos que poderiam financiar o investimento produtivo são drenados para a remuneração de rentistas, internos e externos. O mecanismo central é a taxa real de juros estruturalmente elevada, que remunera os detentores da dívida pública doméstica a custos que comprimem o investimento, o crescimento e a capacidade fiscal do Estado (Braga et al., 2017).

O conceito de regime fisco-financeiro, elaborado por Bruno e Caffé, designa a forma institucional específica pela qual o Estado brasileiro articula sua gestão fiscal com os imperativos da valorização financeira. Em termos simples, o argumento é que as regras e práticas da política fiscal brasileira (metas de superávit primário, mecanismo constitucional de teto de gastos, autonomia operacional do Banco Central), não são instrumentos neutros de gestão macroeconômica, mas arranjos institucionais que subordinam o Estado à prioridade de remuneração do



capital financeiro, particularmente via serviço da dívida pública interna (Bruno; Caffé, 2017).

O regime fisco-financeiro é, nessa perspectiva, uma forma institucional no sentido da teoria da regulação: uma maneira codificada de organizar as relações entre agentes econômicos e o Estado que torna previsíveis as condições de remuneração do capital e que, portanto, molda as estratégias de acumulação dos agentes. Sua continuidade não depende de uma conspiração explícita dos detentores do capital financeiro, mas da racionalidade institucionalizada que orienta os gestores de política econômica, os analistas de mercado e os instrumentos legais que regulam as finanças públicas (Bruno, 2013; Bruno; Caffé, 2017).

Do ponto de vista do setor externo, o regime fisco-financeiro opera como um dispositivo de abertura e manutenção de condições de remuneração do capital financeiro internacional no Brasil. A taxa de juros elevada torna o país atrativo para o investimento em carteira de não residentes; a abertura financeira garante a livre movimentação desses capitais; e o arranjo institucional do regime de metas fiscais assegura ao capital externo que o Estado não lançará mão de instrumentos que comprometam o serviço de suas obrigações financeiras. O resultado é o que Prates denominou de permanência da vulnerabilidade externa: a abertura financeira não resolveu a restrição externa do Brasil, mas a transformou de uma escassez de divisas em uma dependência de fluxos de capital de curto prazo altamente sensíveis a variações nas condições de remuneração (Nader; Silva, 2017; Prates, 1997, 2003).

A articulação entre o regime fisco-financeiro e o setor externo não opera de forma direta e unívoca, mas através de pelo menos quatro canais identificáveis na estrutura do BP:

a) O canal dos juros é o mais imediato: a taxa Selic elevada atrai capital externo (investimentos em carteira, empréstimos interbancários), registrando entradas na conta financeira do BP, ao mesmo tempo em que gera despesas de juros na renda primária. Esse canal implica um mecanismo de compensação perverso: quanto maior a necessidade de financiamento externo, maior a taxa de juros necessária para atrair esse financiamento, e maior o custo futuro de renda primária (IMF, 2010; Nader; Silva, 2017; Silva; Miranda, 2021).

b) O canal do investimento direto opera de forma mais indireta, mas igualmente estruturante. O IDP, apresentado sistematicamente pelo BCB como o "financiamento" saudável do déficit corrente, implica a instalação de um passivo externo de renda que cresce à medida que o estoque de capital estrangeiro aumenta. O resultado é que o IDP que "financia" o

déficit corrente hoje produz o déficit de renda primária de amanhã (Banco Central do Brasil, 2025a).

c) O canal cambial conecta as decisões de política monetária (taxa de juros) às condições de competitividade dos serviços produzidos domesticamente. A taxa de juros elevada tende a atrair capitais externos que apreciam o câmbio, barateando as importações de serviços e ampliando o déficit na balança de serviços. Esse canal é especialmente relevante para compreender o crescimento do déficit em serviços digitais: um câmbio sistematicamente apreciado torna mais barato para o consumidor brasileiro contratar serviços de streaming, armazenamento em nuvem e softwares estrangeiros, ampliando as remessas para essas plataformas (Banco Central do Brasil, 2025a; Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), 2016).

d) O canal dos serviços digitais é o mais recente, mas de crescimento acelerado. Contempla as remessas para plataformas digitais, serviços de propriedade intelectual e infraestrutura de computação controladas por corporações dos países centrais. Esse canal representa uma nova modalidade de captura de renda pelo capital financeiro internacional que não passa pela conta de renda primária (lucros e juros), mas pela balança de serviços, e que é, portanto, menos visível nos indicadores convencionais de vulnerabilidade externa (Banco Central do Brasil, 2025a).

A literatura heterodoxa sobre setor externo distingue a análise de fluxo da análise de estoque, isto é, diferencia o BP anual da Posição Internacional de Investimento (PII). A relevância dessa distinção para o argumento do artigo é central: os déficits correntes sistemáticos deterioram a PII, ampliando os passivos externos líquidos e, portanto, o fluxo futuro de pagamentos de renda primária ao exterior (Noije; Conti, 2016).

Estudos sobre a vulnerabilidade externa brasileira identificaram uma lógica de circularidade entre a PII e os fluxos de renda: 93% da variação do saldo da PII na década de 1990 foram explicados pelas rendas enviadas ao exterior, num processo de deterioração que retroalimenta a própria vulnerabilidade (Noije; Conti, 2016). Essa circularidade — déficit corrente → entrada de capital → crescimento do passivo externo de renda → déficit crescente de renda primária → necessidade de nova entrada de capital — é a expressão dinâmica do regime fisco-financeiro no setor externo e constitui o nó analítico central do presente artigo.

A leitura da série histórica do BP brasileiro desfaz qualquer ilusão de caráter conjuntural dos desequilíbrios externos. O Brasil registra déficits em transações correntes de forma praticamente ininterrupta desde meados da década de 1990, período que coincide precisamente com a implementação das

reformas de liberalização financeira e comercial que criaram as condições institucionais para o regime fisco-financeiro. As únicas interrupções significativas nesse padrão ocorreram em 2003–2004, quando a combinação de câmbio depreciado e expansão das exportações de commodities gerou superávits transitórios, e em 2015–2016, quando a recessão severa comprimiu as importações de bens e serviços, ou seja, a melhora do saldo não resultou de dinamismo exportador, mas de contração da demanda doméstica.

No período coberto pela análise, 2015–2025, o déficit corrente partiu de US\$ 58,9 bilhões em 2015 (3,0% do PIB), reduziu-se progressivamente entre 2016 e 2019 conforme a economia operava abaixo do produto potencial, e voltou a se expandir a partir de 2020 com o retorno do crescimento e, sobretudo, com a aceleração das remessas de renda primária e a expansão do déficit em serviços. Em 2024, o déficit atingiu US\$ 66,2 bilhões, e em 2025, US\$ 68,8 bilhões (3,02% do PIB). A trajetória crescente nos últimos três anos, em contexto de manutenção de superávit comercial significativo, indica que a deterioração é determinada por fatores estruturais ligados à renda primária e aos serviços, e não por perda de competitividade comercial.

O painel 1 sintetiza a trajetória do setor externo brasileiro entre 2015 e 2025.

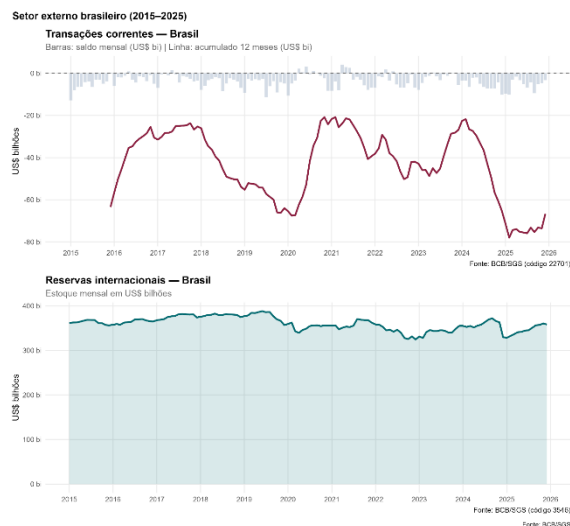


Figura 1. Painel da trajetória do setor externo brasileiro

O gráfico superior apresenta o saldo mensal das transações correntes (barras) e seu acumulado em doze meses (linha vermelha), revelando um padrão de déficit estrutural que se agrava ao longo do período analisado. Identificam-se três momentos de deterioração pronunciada: 2015–2016, associado à recessão doméstica e queda das cotações

internacionais de commodities; 2019–2020, marcado pela pandemia de Covid-19 e reconfiguração dos fluxos de serviços; e, mais significativamente, 2024–2025, quando o acumulado em doze meses ultrapassa US\$ 80 bilhões, o pior resultado desde o início da série com o padrão BPM6. Esse terceiro ciclo de deterioração distingue-se dos anteriores por ser conduzido não pela queda das exportações de bens, mas pelo avanço dos déficits em serviços e renda primária, conforme se discute nas seções subsequentes.

O gráfico inferior, por sua vez, exibe o estoque de reservas internacionais, que se mantém relativamente estável entre US\$ 330 bilhões e US\$ 380 bilhões ao longo de todo o período, oscilando ao redor de US\$ 355 bilhões.

A relativa estabilidade das reservas tem sido frequentemente invocada como evidência de robustez externa; contudo, ela encobre o fato de que o financiamento do déficit corrente depende crescentemente de fluxos de investimento estrangeiro direto, sujeitos a reversão conjuntural, em vez de superávits orgânicos na conta corrente, o que aprofunda a vulnerabilidade estrutural da inserção externa do país.

Esse padrão possui uma regularidade importante que o referencial fisco-financeiro ajuda a explicar: os períodos de crescimento econômico acelerado são sistematicamente acompanhados de ampliação do déficit corrente, não apenas pelo aumento das importações, mas pelo crescimento das remessas de renda, uma vez que a expansão da atividade amplifica a lucratividade das empresas estrangeiras instaladas no Brasil, gerando pressões sobre a renda primária. A aceleração do crescimento, portanto, é estruturalmente incompatível com a estabilização das contas externas dentro das regras do regime vigente, o que configura uma contradição fundamental do modelo.

A conta de renda primária é o componente analiticamente mais revelador do BP para os fins deste artigo, pois é nela que se registram com maior clareza os fluxos financeiros que constituem a substância do regime fisco-financeiro no setor externo. A renda primária compreende os pagamentos de juros sobre empréstimos e títulos, os lucros e dividendos remetidos ao exterior por empresas de capital estrangeiro instaladas no Brasil, e os rendimentos de reservas e outros ativos externos. Em 2025, o saldo deficitário dessa conta alcançou US\$ 81,3 bilhões, tornando-a o principal fator de deterioração das transações correntes, muito superior ao déficit em serviços e capaz de superar com folga o superávit comercial.

A decomposição da renda primária entre juros e lucros/dividendos é indispensável para o argumento teórico. O componente de juros reflete diretamente o



custo do diferencial de taxa de juros: a atratividade dos títulos públicos brasileiros para investidores estrangeiros, garantida pela Selic estruturalmente elevada e pelo arranjo institucional do regime fisco-financeiro que assegura a prioridade do serviço da dívida, produz, como contrapartida, despesas crescentes de juros na renda primária do BP (Banco Central do Brasil, 2025b). As despesas líquidas com juros somaram US\$ 2,3 bilhões em abril de 2026, crescimento de 36,4% em relação ao mesmo mês de 2025. Esse crescimento não pode ser desvinculado das decisões de política monetária que, ao manter a Selic elevada para controlar a inflação dentro das metas estabelecidas pelo regime fisco-financeiro, ampliam continuamente o custo de carregamento dos passivos financeiros externos.

O componente de lucros e dividendos, por sua vez, é o mais expressivo em volume e o que mais cresce em tendência. A renda total do investimento direto no país atingiu US\$ 86,9 bilhões em 2024, dos quais US\$ 38,8 bilhões foram efetivamente remetidos ao exterior e US\$ 32,3 bilhões reinvestidos no Brasil. Esse dado merece análise cuidadosa: mesmo os lucros reinvestidos representam um passivo externo de renda futura, uma vez que ampliam o estoque de capital estrangeiro no país e, portanto, a base sobre a qual incidirão remessas nos períodos subsequentes. A taxa de lucratividade das empresas de IDP no Brasil atingiu 7,0% em 2024, uma taxa que, aplicada ao estoque acumulado de passivos externos de IDP, gera obrigações regulares de renda que crescem estruturalmente (Banco Central do Brasil, 2025b).

Em abril de 2026, as despesas líquidas de lucros e dividendos somaram US\$ 4,6 bilhões, crescimento de 35% em relação a abril de 2025. Esse crescimento acelerado, que coincide com a tentativa frustrada de tributar as remessas, o imposto de 10% sobre dividendos a não residentes aprovado em dezembro de 2025, que desencadeou a maior saída mensal de IDP da série histórica, de US\$ 5,25 bilhões negativos, é em si mesmo uma demonstração empírica do argumento sobre o regime fisco-financeiro: o capital financeiro externo reage de forma imediata e severa a qualquer ameaça às condições de sua remuneração, impondo ao Estado o recuo da política tributária e confirmando a hierarquia institucional que subordina a gestão pública às exigências da valorização financeira.

O déficit em serviços constituiu, historicamente, um componente importante, mas não dominante do desequilíbrio externo brasileiro. Nos últimos cinco anos, contudo, sua trajetória ascendente e sua aceleração em rubricas diretamente ligadas à economia digital tornaram essa conta um vetor adicional e relevante de transferência de renda ao exterior, configurando o que denominamos aqui de nova camada de captura financeira, distinta dos mecanismos clássicos de renda primária, mas

igualmente articulada à lógica do regime fisco-financeiro.

Em 2025, o déficit em serviços alcançou US\$ 52,9 bilhões. Sua decomposição revela que, enquanto rubricas como transporte e viagens internacionais respondem a fatores de demanda relativamente convencionais, as rubricas de propriedade intelectual e de informação e computação crescem a taxas superiores e refletem a dependência estrutural do Brasil de infraestrutura tecnológica controlada por corporações dos países centrais. O déficit em informação e computação atingiu US\$ 6,8 bilhões em 2024, e as remessas para plataformas de streaming, serviços de nuvem e telecomunicações cresceram 24% no primeiro semestre de 2025. Estima-se que 60% dos dados brasileiros são processados no exterior, o que representa não apenas uma vulnerabilidade de soberania digital, mas uma transferência sistemática de renda para as plataformas que detêm essa infraestrutura (Banco Central do Brasil, 2025a; Cruz; Sacomano Neto, 2025).

A articulação entre esse fenômeno e o regime fisco-financeiro opera especialmente pelo canal cambial: a apreciação sistemática da moeda brasileira, resultante da política de juros elevados que atrai capitais externos, ao baratear os serviços digitais cotados em dólar, estimula o consumo dessas plataformas e amplia o déficit na conta de serviços. Não se trata de uma causalidade mecânica, mas de uma afinidade estrutural entre as condições cambiais produzidas pelo regime de juros elevados e a expansão dos serviços digitais deficitários.

É revelador, nesse sentido, que o governo federal tenha sinalizado a necessidade do Redata, programa de incentivos a data centers no território nacional, como mecanismo de contenção do déficit nessa rubrica, estimando ser possível zerar o déficit em serviços de processamento de dados até 2030 (Ministério de Minas e Energia (MME), 2026). No entanto, o PL 278/2026 que regulamentaria esses incentivos ainda não foi aprovado pelo Congresso Nacional em junho de 2026, mantendo o Brasil em posição de crescente dependência tecnológica externa (ABES, 2026).

Do ponto de vista da economia política da financeirização, os pagamentos por propriedade intelectual e por serviços digitais configuram uma forma de rentismo tecnológico internacional: a remuneração pela propriedade de ativos imateriais (algoritmos, patentes, marcas, infraestrutura de processamento de dados) controlados por corporações baseadas nos países centrais. Essa modalidade de captura de renda não aparece nas estatísticas de lucros e dividendos do IDP, mas na balança de serviços, o que a torna menos visível nos marcos analíticos

convencionais de vulnerabilidade externa, e por essa razão merece atenção analítica específica.

O superávit comercial de bens constitui o único componente com resultado sistematicamente positivo nas transações correntes brasileiras, e sua expansão recente — US\$ 59,9 bilhões em 2025, resultado de exportações de US\$ 350,9 bilhões e importações de US\$ 290,9 bilhões — tem servido como argumento para narrativas de robustez do setor externo. A leitura crítica, contudo, impõe qualificações importantes que revelam a fragilidade estrutural desse resultado.

O painel 2 apresenta a dinâmica da balança comercial de bens entre 2015 e 2025.

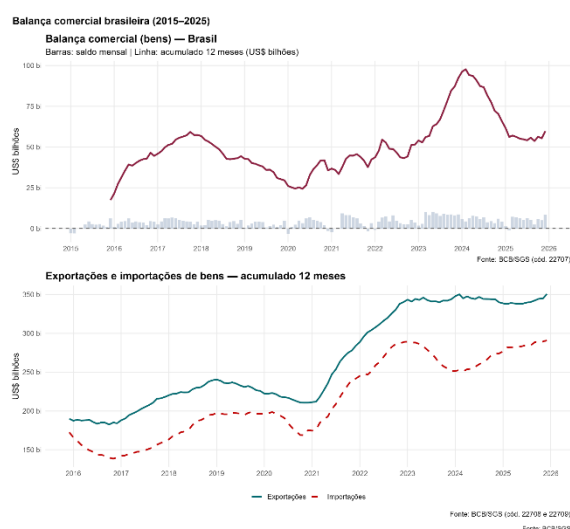


Figura 2. Painel com a balança comercial brasileira e as exportações e importações (2015-2025)

O gráfico superior exibe o saldo mensal (barras) e seu acumulado em doze meses (linha vermelha), evidenciando uma trajetória de expressiva melhora após a recessão de 2015–2016: o superávit acumulado saltou de aproximadamente US\$ 15 bilhões em 2016 para um pico histórico próximo a US\$ 97 bilhões em meados de 2024, impulsionado principalmente pelo crescimento das exportações do agronegócio — soja, milho, carne e petróleo — em contexto de preços internacionais favoráveis e depreciação cambial. A partir de então, nota-se reversão parcial, com o acumulado recuando para cerca de US\$ 60 bilhões ao final de 2025, reflexo da recuperação das importações e da acomodação dos preços das commodities.

O gráfico inferior detalha os fluxos brutos acumulados em doze meses e revela o mecanismo subjacente: enquanto as exportações apresentam crescimento robusto e relativamente contínuo — de US\$ 190 bilhões para US\$ 350 bilhões —, as importações exibem trajetória mais volátil e sensível ao ciclo

doméstico, com queda acentuada durante a pandemia (2020) e recuperação acelerada a partir de 2021.

O dado central para a argumentação do artigo reside na contradição entre o superávit comercial expressivo e o déficit igualmente expressivo nas transações correntes: mesmo com exportações recordes de bens, o Brasil acumula déficit externo crescente, o que evidencia que a drenagem nas contas de serviços e renda primária (incluindo o canal digital) supera com folga o resultado positivo da balança de bens, reforçando o caráter estrutural da vulnerabilidade externa.

Esse processo de reprimarização da pauta exportadora, que se aprofundou a partir dos anos 2000 e se intensificou após 2015, implica que o saldo comercial positivo é construído sobre uma base setorial cujos preços são determinados nos mercados internacionais de commodities, e, portanto, altamente sensíveis a choques de termos de troca. A deterioração dos termos de troca, seja por queda nos preços das commodities exportadas, seja por elevação nos preços dos manufaturados e serviços importados, pode transformar rapidamente o superávit comercial em déficit, eliminando o único amortecedor do desequilíbrio externo (Cruz; Sacomano Neto, 2025).

A contradição fundamental que essa estrutura revela, à luz do regime fisco-financeiro, está no fato de que a especialização reprimarizadora da pauta exportadora e a dependência tecnológica expressa no déficit de serviços são dois lados da mesma moeda. O Brasil exporta bens de baixo valor agregado e importa os serviços de alto valor agregado — propriedade intelectual, tecnologia, infraestrutura digital — que permitiriam sofisticar sua estrutura produtiva. Esse padrão não é acidental: é o resultado de décadas de política econômica orientada pela lógica do regime fisco-financeiro, que ao priorizar a remuneração do capital financeiro comprimiu o investimento produtivo e a capacidade de inovação da economia, condenando o país a uma inserção regressiva na divisão internacional do trabalho.

A conta financeira do BP registrou, em 2025, um IDP de US\$ 77,7 bilhões (3,41% do PIB), valor superior ao déficit em transações correntes do mesmo ano e que o BCB apresenta como evidência da "cobertura confortável" do déficit externo. As reservas internacionais encerraram 2025 em US\$ 358,2 bilhões e atingiram US\$ 366,9 bilhões em abril de 2026. Esses números alimentam uma narrativa de solidez externa que merece ser submetida a uma análise mais rigorosa (Banco Central do Brasil, 2025a).

O primeiro problema da narrativa convencional de sustentabilidade está em confundir financiamento com solução. O IDP que "cobre" o déficit corrente de 2025 é, como demonstrado na seção 4.2, a fonte de déficit de renda primária dos anos seguintes. Uma vez que a



taxa de lucratividade das empresas de IDP é de 7,0% ao ano, cada US\$ 77,7 bilhões de IDP gera, em média, US\$ 5,4 bilhões de renda adicional remissível ao exterior por ano. A cada ciclo de entrada de IDP, o passivo de renda primária se amplia, o que significa que a "cobertura" do déficit corrente de hoje é a fonte de ampliação do déficit corrente de amanhã. Estudos sobre a relação entre fluxos de renda e estoques de passivos externos para o Brasil confirmam essa circularidade: a variação do saldo da PII é explicada em proporção dominante pelas rendas enviadas ao exterior (Banco Central do Brasil, 2025b).

O segundo problema está no custo das reservas internacionais. Manter um estoque de US\$ 366,9 bilhões em ativos externos implica um custo de carregamento resultante do diferencial entre a taxa de retorno dos ativos de reserva, determinada pelas taxas de juros internacionais, particularmente a taxa dos títulos do Tesouro americano, que permanece estruturalmente acima das taxas internacionais. Esse diferencial implica um custo fiscal real e recorrente que, embora não apareça diretamente nas contas do BP, integra a reprodução do regime fisco-financeiro ao criar uma demanda permanente de superávit primário para compensar os custos de carregamento do estoque de reservas (Braga et al., 2017; Noiye; Conti, 2016).

O terceiro problema, revelado de forma dramática pelo episódio de dezembro de 2025, é que a "solidez" das reservas e a "cobertura confortável" pelo IDP são condicionais à manutenção das condições de remuneração do capital financeiro externo. A saída recorde de US\$ 5,25 bilhões de IDP em um único mês, em resposta à aprovação de um imposto de 10% sobre dividendos remetidos a não residentes, demonstrou que o equilíbrio das contas externas brasileiras é politicamente condicionado, isto é, depende da permanente garantia de que o Estado não adotará medidas que afetem a rentabilidade do capital externo. A "sustentabilidade" do BP brasileiro é, portanto, condicional à perpetuação do próprio regime fisco-financeiro que produz o desequilíbrio estrutural (Banco Central do Brasil, 2025a).

A análise desenvolvida nas seções anteriores permite articular os quatro canais identificados num quadro coerente que denominamos círculo fisco-financeiro externo. O ponto de partida é o regime fisco-financeiro no plano doméstico: a subordinação do Estado à remuneração financeira, mediante taxas de juros estruturalmente elevadas e abertura financeira, cria as condições para a entrada de capital externo. Esse capital, seja na forma de investimentos em carteira, atraídos pelos juros, seja na forma de IDP, atraído pela rentabilidade produtiva ancorada no câmbio, "financia" o déficit corrente e mantém as reservas em nível elevado.

A aparente estabilidade gerada por esse mecanismo é, contudo, o ponto de partida do próximo ciclo de deterioração. O IDP que entra amplia o passivo de renda primária; os juros pagos ao capital de carteira crescem com a taxa Selic; o câmbio apreciado pela entrada de capitais barateia os serviços digitais externos e amplia o déficit em serviços. No período seguinte, o déficit corrente se aprofunda, mais por renda primária e serviços do que por balança comercial, exigindo novo ciclo de entrada de capital para ser financiado. Cada ciclo desse movimento de reprodução ampliada do desequilíbrio aprofunda a vulnerabilidade externa estrutural, mesmo que os indicadores de cobertura de curto prazo (reservas/déficit corrente; IDP/déficit corrente) permaneçam aparentemente confortáveis.

Essa dinâmica circular não é nova na literatura, mas o presente artigo contribui ao identificar seus mecanismos específicos no período 2015–2025 e ao adicionar a dimensão dos serviços digitais como um vetor emergente que amplia e diversifica os canais de transferência de renda ao exterior. A aceleração das remessas para plataformas digitais e a resistência institucional à regulação dessas transferências sugerem que esse componente do desequilíbrio externo tende a crescer nas próximas décadas, na medida em que a digitalização da economia amplia a dependência de infraestrutura controlada pelos países centrais.

Do ponto de vista da política econômica, a implicação do argumento é que não existe solução para o desequilíbrio estrutural do BP brasileiro dentro das regras do regime fisco-financeiro. Qualquer política que busque reduzir o déficit corrente sem alterar as formas institucionais que determinam a taxa de juros, a abertura financeira e a tributação do capital externo encontrarão os limites impostos pelo próprio regime, como demonstrado pelo episódio da tributação de dividendos em dezembro de 2025. A restrição externa não é, portanto, um problema técnico de gestão macroeconômica, mas uma questão de economia política que envolve a disputa pelas formas institucionais que organizam a acumulação capitalista no Brasil.

CONCLUSÃO

Este artigo analisou a trajetória do balanço de pagamentos brasileiro entre 2015 e 2025 à luz do conceito de regime fisco-financeiro, argumentando que o padrão de deterioração das contas externas não é resultado de desvios conjunturais, mas expressão estrutural e coerente de um regime de acumulação dominado pelas finanças que subordina a dinâmica produtiva e a política fiscal à remuneração do capital financeiro.



A análise identificou quatro canais pelos quais o regime fisco-financeiro se manifesta no setor externo: o canal dos juros, que gera despesas crescentes de renda primária ao mesmo tempo em que atrai capital externo de portfólio; o canal do IDP, que "financia" o déficit corrente ao custo de ampliar o passivo de renda futura; o canal cambial, que conecta a política de juros à apreciação do câmbio e ao barateamento dos serviços importados; e o canal dos serviços digitais, que configura uma nova modalidade de captura de renda pelo capital financeiro internacional. Esses quatro canais se articulam numa dinâmica circular que reproduz e aprofunda o desequilíbrio externo a cada ciclo.

A contribuição central do artigo ao debate teórico está em mobilizar o regime fisco-financeiro como chave interpretativa do setor externo brasileiro, uma abordagem ainda incipiente na literatura de economia política internacional, que tende a privilegiar a análise de competitividade comercial ou de gestão cambial. A inclusão da dimensão dos serviços digitais como componente emergente da vulnerabilidade externa e como nova modalidade de rentismo tecnológico internacional é uma contribuição adicional que conecta a literatura de financeirização com os estudos sobre capitalismo de plataforma.

As limitações do artigo incluem a dificuldade de desagregar com precisão o componente de serviços digitais nas estatísticas oficiais do BP, que agrupam diferentes categorias de serviços de forma que dificulta o isolamento das remessas para plataformas digitais; a ausência de uma modelagem econométrica formal da circularidade entre fluxos de renda e estoques de passivos externos; e a falta de comparação sistemática com outros países periféricos que permitiria avaliar o grau de especificidade do caso brasileiro.

Como agenda de pesquisa, o artigo sugere: o desenvolvimento de indicadores de custo fisco-financeiro externo que agreguem os custos de carregamento de reservas, os déficits de renda primária e as remessas de serviços digitais numa medida sintética da transferência de renda ao exterior; a análise comparativa do regime fisco-financeiro em outros países da América Latina, tendo como variável de interesse os padrões de BP; e o acompanhamento longitudinal do impacto do Redata sobre o déficit em serviços digitais como experimento de política para avaliar a possibilidade de mitigação de um dos canais do regime sem ruptura com suas formas institucionais centrais.

REFERÊNCIAS

ABES, Editor. O Brasil perde mais uma oportunidade de avançar na transformação digital. Até quando? In: ABES. 26 fev. 2026. Disponível em: <https://abes.org.br/o-brasil-perde-mais-uma->

[oportunidade-de-avancar-na-transformacao-digital-ate-quando/](#). Acesso em: 18 jun. 2026.

ALENCAR, Douglas et al. Economia Regional e Financeirização: uma agenda de pesquisa. CADERNOS CEPEC, [s. l.], v. 8, n. 1, 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Notas de Estatísticas do Setor Externo. Brasília: Banco Central do Brasil, 2025a.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Investimento Direto. Brasília: Banco Central do Brasil, 2025b.

BRAGA, José Carlos de Souza. Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: FIORI, José Luís; TAVARES, Maria da Conceição (org.). Poder e dinheiro: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997. p. 195–242.

BRAGA, José Carlos et al. For a political economy of financialization: theory and evidence. Economia e Sociedade, [s. l.], v. 26, n. spe, p. 829–856, 2017.

BRUNO, Miguel. Finance-led growth regime no Brasil: análise regulacionista e fundamentos macroeconômicos. Economia e Sociedade, Campinas, v. 22, n. 1, 2013.

BRUNO, Miguel; CAFFÉ, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. Economia e Sociedade, Campinas, v. 26, n. Número Especial, p. 1025–1062, 2017.

CRUZ, Wilton Vicente Gonçalves Da; SACOMANO NETO, Mário. A financeirização do agronegócio no Brasil: Os Fiagros, uma inovação financeira. Princípios, [s. l.], v. 44, n. 173, p. 196–215, 2025.

IMF, International Monetary Fund. Balance of Payments Manual, Sixth Edition. 6 eded. Washington, D.C: International Monetary Fund, 2010. (Manuals & Guides, no 2009).

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE) (org.). Sistema de contas nacionais, Brasil: ano de referência 2010. 3ª edição. Rio de Janeiro: IBGE, 2016. (Série Relatórios metodológicos, no volume 24).

LAKATOS, Eva M. Fundamentos de Metodologia Científica. São Paulo, SP: Grupo GEN, 2021.

LIMA, Fernando Carlos G. de Cerqueira; FEIJÓ, Carmem Aparecida (org.). Contabilidade social: a nova referência das contas nacionais do Brasil. Rio de Janeiro, RJ: Elsevier, 2013.

MINISTÉRIO DE MINAS E ENERGIA (MME). Redata: Política de Acesso e Incentivos para Data Centers. Brasília, DF, 2026. Disponível em:



<https://www.gov.br/mme/pt-br/a-revolucao-brasileira-em-energia-e-mineracao/energia-eletrica/redata-politica-de-acesso-e-incentivos-para-data-centers/redata-politica-de-acesso-e-incentivos-para-data-centers>. Acesso em: 18 jun. 2026.

NADER, Giordanno; SILVA, Edson Mendonça da. Acumulação financeira e desenvolvimento na periferia: notas sobre o processo de financeirização no Brasil pós-estabilização monetária. OIKOS, Rio de Janeiro, RJ, v. 16, n. 1, p. 47–61, 2017.

NOIJE, Paulo Van; CONTI, Bruno De. A vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas da economia brasileira no período 2001–2010. Nova Economia, [s. l.], v. 26, n. 1, p. 207–239, 2016.

PRATES, Daniela Magalhães. A permanência da vulnerabilidade externa. Política Econômica em Foco, Campinas, n. 1, 2003.

PRATES, Daniela Magalhães. Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de 90. 1997. Dissertação (Mestrado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1997.

SILVA, José Luiz Amador da; MIRANDA, Bruno Pereira Júlio. Fragilidade financeira externa da economia brasileira no período 2003–2018. Revista de Economia Ensaios, Uberlândia, v. 36, n. 2, 2021.

STOCKHAMMER, Engelbert. Financialization and the slowdown of accumulation. Cambridge Journal of Economics, Oxford, v. 28, n. 5, p. 719–741, 2004.