

Prêmio de risco e política fiscal no Brasil²³

Rafael Curi e Alexandre Andrade

Introdução

A persistência das elevadas taxas de juros no Brasil é um dos temas de maior recorrência no debate econômico nacional. Trata-se de um debate tecnicamente complexo, que exige conhecimento prévio de conceitos de teoria macroeconômica, e que carrega ainda um elemento adicional que dificulta o entendimento público: explicações mais concorrentes do que complementares disputam o diagnóstico, refletindo tanto a pluralidade do assunto, quanto a incerteza que cerca o ambiente macroeconômico e fiscal brasileiro.

O momento atual ilustra bem esse debate — e um paradoxo que lhe é central. Por um lado, a condução da política fiscal opera sob metas formais de resultado primário; por outro, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) alcançou 82,5% do PIB em julho de 2026, segundo o Banco Central. Esse movimento é determinado não apenas pelos déficits primários efetivos dos últimos anos, mas também pelo custo de financiamento da dívida existente.

Em doze meses até julho, o pagamento de juros nominais e as emissões líquidas de dívida responderam, isoladamente, por 10,5 p.p. do PIB de aumento da DBGG — mais do que compensando os 5,2 p.p. de redução que o crescimento do PIB proporcionou ao indicador no mesmo período, segundo os dados referentes aos fatores condicionantes da dívida bruta, publicados pelo Banco Central²⁴. Ou seja: mesmo quando a política fiscal cumpre formalmente as metas estabelecidas, o serviço da própria dívida pode superar o esforço de consolidação — um mecanismo autorreferente que ajuda a situar o objeto desta análise.

O descompasso tem uma contrapartida monetária. O juro real de longo prazo, que girava em torno de 5% a.a., em 2018, atingiu 8,3% a.a., em setembro de 2026, evidenciando que o governo tem pago juros cada vez mais altos para se financiar. A Selic nominal, por sua vez, segue próxima de 14% a.a.

De forma não exaustiva, é possível reconhecer algumas das principais linhas de pensamento que disputam esse diagnóstico. Parte da literatura concentra-se na formação da taxa Selic, atribuindo seu nível elevado ao crescimento do gasto público acima do potencial da economia, que geraria choques de demanda sistemáticos sob o regime de metas de inflação²⁵.

²³ Acesse o relatório completo em: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2026/setembro/relatorio-de-acompanhamento-fiscal-set-2026>.

²⁴ Números disponíveis em <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasfiscais>.

²⁵ Ver, por exemplo, Pessoa, S. (2026). "Os juros elevados brasileiros." Blog do IBRE, 26/08/2026, disponível em <https://blogdoibre.fgv.br/posts/os-juros-elevados-brasileiros>.

Uma leitura complementar associa o juro elevado à baixa poupança doméstica, insuficiente para financiar todo o investimento²⁶ – constatação que dialoga com o debate sobre fraquezas institucionais mais amplas, como a "incerteza jurisdicional" cunhada por Arida, Bacha e Lara-Resende (2005): o risco de que contratos de longo prazo tenham seu valor alterado por decisões do Judiciário, do Legislativo ou do Executivo, que ajudaria a explicar por que o Brasil nunca desenvolveu um mercado de crédito privado de longo prazo – e, sem esse mercado, a poupança doméstica tem menos como se converter em financiamento de longo prazo²⁷.

Uma terceira linha aponta para o próprio desenho da política monetária: a meta de inflação brasileira é hoje mais apertada do que a de boa parte dos países emergentes pares²⁸, e mecanismos como o crédito direcionado e a indexação de preços²⁹ atenuam a transmissão da Selic à economia real. Em linha semelhante, um argumento mais recente destaca o papel da volatilidade cambial, cujo repasse assimétrico à inflação retroalimentaria o próprio ciclo de juros altos³⁰.

A presente análise busca contribuir com esse debate sem arbitrar entre essas leituras – testando empiricamente o peso de alguns dos fatores descritos, como o quadro fiscal, o cenário externo e a volatilidade cambial. Para isso, decompõe-se a taxa de juros nominal de longo prazo em dois componentes: a expectativa acumulada da própria trajetória da Selic e o prêmio de risco (ou prêmio a termo) exigido pelo mercado para carregar a dívida pública brasileira. Como se argumentará ao longo do texto, é o prêmio – não a expectativa – que concentra a maior parte da volatilidade recente da taxa longa e que se mostra mais sensível ao quadro fiscal, o que desloca o diagnóstico: o custo elevado de financiamento de longo prazo do país não decorre apenas da condução corrente da política monetária, mas de uma desconfiança estrutural que essa política, isoladamente, não tem instrumento para resolver.

Além desta introdução, o trabalho se organiza da seguinte forma. A Seção 2 apresenta um breve histórico dos juros reais no Brasil, comparando-os aos de um conjunto de países pares e mostrando como a distância observada na taxa básica se propaga ao custo do crédito bancário. A Seção 3 discute a formação das taxas de juros no Brasil a partir da decomposição da taxa nominal de cinco anos em expectativa acumulada e prêmio de risco. A Seção 4 aprofunda o componente fiscal identificado nessa decomposição, examinando

²⁶ Hausmann (2008) chega a chamá-la de “a restrição mais relevante ao crescimento brasileiro”, e Segura-Ubiergo (2012), em um painel com 15 países emergentes de metas de inflação, estima que um aumento da poupança pública tem efeito até três vezes maior sobre o juro real do que um aumento equivalente da poupança privada – mesmo assim, o modelo deixa cerca de 2 pontos percentuais do juro brasileiro sem explicação, um resíduo específico do país.

²⁷ Essa tese foi testada empiricamente em Gonçalves, Holland e Spacov (2007), que encontraram pouco respaldo nos dados. Em uma discussão mais recente, reaparece o argumento sobre a insegurança jurídica, a litigiosidade e a complexidade tributária serem o verdadeiro “custo Brasil” por trás do juro alto (ver Vescovi (2026), disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/ana-paula-vescovi/2026/02/o-custo-brasil-para-alem-dos-juros.shtml>).

²⁸ Há um debate atual importante acerca da adequação da meta de inflação no Brasil. Para detalhes, ver Carter et. al (2026).

²⁹ Ver Holland (2026) e Segura-Ubiergo (2012).

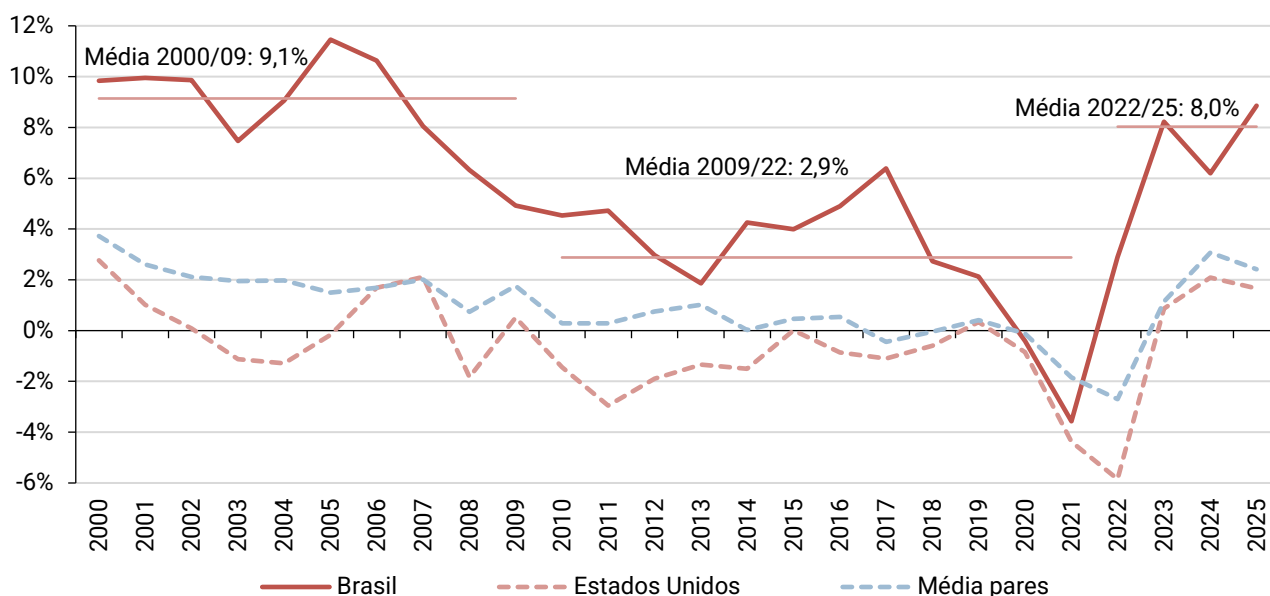
³⁰ Ver Klein (2026), disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2026/09/um-terceiro-fator-para-os-juros-altos.shtml>.

sua evolução ao longo do tempo e sua concentração nos vértices mais longos da estrutura a termo. A Seção 5 discute um segundo canal de interação entre a política fiscal e os juros, associado à composição da dívida pública por indexador. A última seção apresenta as considerações finais.

Breve histórico dos juros reais no Brasil

A fim de motivar a análise, o Gráfico 2 compara a taxa real de juros brasileira com a de um conjunto de países pares. O juro real médio muda de patamar em três momentos da amostra³¹: de 2000 a 2009, ficou no patamar médio de 9,1% a.a.; de 2009 a 2022, caiu para 2,9% a.a.; no período mais recente, de 2022 a 2025, o juro real médio retornou a um nível próximo ao observado nos anos 2000, com média de 8,0% a.a.

GRÁFICO 2. TAXA REAL DE JUROS EX-POST



Fonte: BCB, FRED/OCDE e Macrosights. Juro real calculado pela composição de Fisher, dada por $1 + r = (1 + i)/(1 + \pi)$, em que r é a taxa real de juros, i é a taxa nominal e π é a inflação observada no período. Países pares: México, Nova Zelândia, Canadá, Chile, Hungria, Indonésia e Japão. Elaboração: IFI.

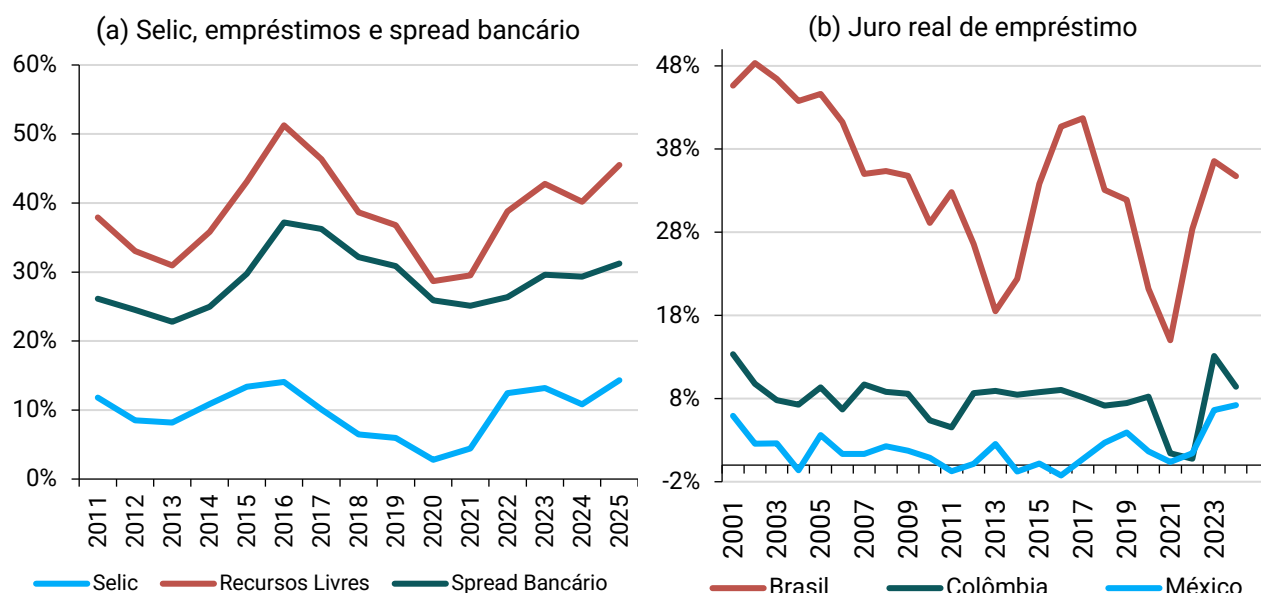
A primeira observação saliente é que o Brasil opera com juro real sistematicamente acima da média de seus pares em todos os regimes selecionados. Esse comportamento sugere que a persistência dos juros brasileiros não pode ser compreendida apenas a partir de movimentos conjunturais, motivando a investigação dos fatores domésticos e externos que podem contribuir para sua formação.

A persistência e a discrepância das altas taxas de juros no Brasil não se limitam à taxa básica: o crédito bancário amplifica a distância entre o Brasil e países com inflação comparável, como ilustrado nos painéis (a) e (b) do Gráfico 3. Entre 2015 e 2024, o juro real médio de empréstimo bancário foi de 31,7% a.a. no Brasil, contra 7,4% a.a. na Colômbia e

³¹ Identificados pelo teste de quebra estrutural Bai e Perron (1998), que identifica endogenamente mudanças de regime ao longo da amostra.

2,4% a.a. no México — uma diferença que a inflação, por si só, não explica totalmente. Holland (2026) explorou esse traço do sistema financeiro brasileiro, atribuindo a dissociação estrutural entre a taxa básica e o custo do crédito a fatores como risco de crédito, inadimplência, custos operacionais, carga tributária, exigências regulatórias e margens de intermediação financeira.

GRÁFICO 3. TAXA REAL DE JUROS E CUSTO DE CRÉDITO



Fonte: (a) Banco Central do Brasil, SGS; (b) World Bank, World Development Indicators. Elaboração: IFI.

Os dois exercícios acima documentam o fato estilizado de interesse: o juro real brasileiro permanece historicamente elevado em relação ao observado em outros países, e esse diferencial se manifesta também no custo do crédito às famílias e às empresas. Não mostram, contudo, por que isso acontece, nem quanto de cada elo dessa cadeia é atribuível às diversas naturezas de incerteza abordadas acima.

Para avançar nessa direção e, em particular, avaliar a dimensão fiscal, esta análise decompõe a taxa nominal de cinco anos em dois componentes: a trajetória esperada das taxas de juros de curto prazo e o prêmio de risco exigido para o carregamento de títulos públicos de maior prazo. A primeira parcela está mais diretamente associada às expectativas sobre a condução futura da política monetária. A segunda corresponde à compensação exigida pelos investidores diante dos riscos envolvidos na manutenção dessas posições. Como será mostrado adiante, o prêmio constitui o componente mais volátil da taxa longa e apresenta associação significativa com a posição fiscal.

Essa decomposição refere-se às taxas dos títulos públicos e, portanto, a apenas uma etapa da formação do custo final do crédito. Nos empréstimos a famílias e empresas, acrescenta-se o *spread* bancário — de 20,9 p.p. em julho, segundo o Banco Central —, que incorpora fatores como risco de crédito e inadimplência, custos operacionais, tributação, ambiente macroeconômico e margens de intermediação.

O exercício apresentado a seguir concentra-se, portanto, em uma etapa específica dessa cadeia: a decomposição da taxa longa e a identificação dos fatores associados à formação de seu componente de prêmio de risco.

Formação das taxas de juros no Brasil – expectativas e prêmio de risco

Esta seção considera a questão dos juros altos no Brasil fazendo uso da decomposição da taxa de juros nominal de longo prazo em dois componentes: a expectativa acumulada das taxas de juros de curto prazo e o prêmio de risco. Para isso, adota-se como referência metodológica a estratégia empregada pelo Banco Central do Brasil no Boxe do Relatório de Política Monetária de junho de 2025, que combina a estimação da estrutura a termo dos juros nominais com a decomposição proposta por Adrian, Crump e Moench (2013), referida, a partir deste momento, como ACM³². A curva de juros é estimada a partir de títulos públicos (LTNs e NTN-Fs, ou, na nova nomenclatura, Tesouro Prefixado e Tesouro Prefixado com Juros Semestrais) por meio da interpolação de Svensson (1995)³³. Esta análise pretende se debruçar, ainda, sobre o componente de prêmio, por algumas razões. Primeiro, o prêmio de risco, como será analisado adiante, é o componente mais volátil da taxa nominal, de modo que a maior parte das oscilações da taxa de longo prazo decorre de mudanças no prêmio, não na trajetória esperada da Selic.

Segundo, é no prêmio, não na expectativa, que a compensação por risco fiscal e de sustentabilidade da dívida tende a se concentrar: a expectativa reflete majoritariamente a condução corrente da política monetária diante de inflação e atividade, enquanto o prêmio captura a incerteza de carregar a dívida pública por um horizonte mais longo³⁴. Assim, neste exercício, cabe às expectativas representar a função de reação do mercado às informações correntes sobre o rumo da política monetária.

A relação descrita acima pode ser formalizada pela seguinte expressão³⁵:

$$(1 + n y_t^{(n)}) = E_t \left[(1 + y_t^{(1)}) (1 + y_{t+1}^{(1)}) \cdots (1 + y_{t+n-1}^{(1)}) \right] (1 + n \cdot TP_t^{(n)}) \quad (1)$$

em que $y_t^{(n)}$ é a taxa de juros à vista do título longo, $E_t [\cdot]$ é a expectativa acumulada das taxas curtas de um período (*overnight*) projetada pelo mercado para os próximos n anos, e

³² Adotada pelo próprio Banco Central do Brasil e detalhada em Araujo, Vicente e Gaglianone (2025).

³³ Ver Boxe do Relatório de Política Monetária de junho de 2025, disponível em <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202506/rpm202506b7p.pdf>.

³⁴ O Banco Central caracteriza os dois componentes de forma distinta: a expectativa estaria, de acordo com a nomenclatura utilizada nas atas do Comitê de Política Monetária, mais ligada à política monetária, refletindo a função de reação do mercado a informações sobre inflação e atividade, enquanto o prêmio estaria associado a outros tipos de incerteza, tanto externos como internos, à política econômica doméstica e à percepção fiscal do país. Essa distinção conceitual também é consistente com a literatura sobre incerteza jurisdicional (Arida, Bacha e Lara-Resende, 2005), que argumenta ser especificamente o risco de horizonte longo, e não o custo de captação de curto prazo, que carece de um mercado doméstico desenvolvido no Brasil, exigindo compensação adicional.

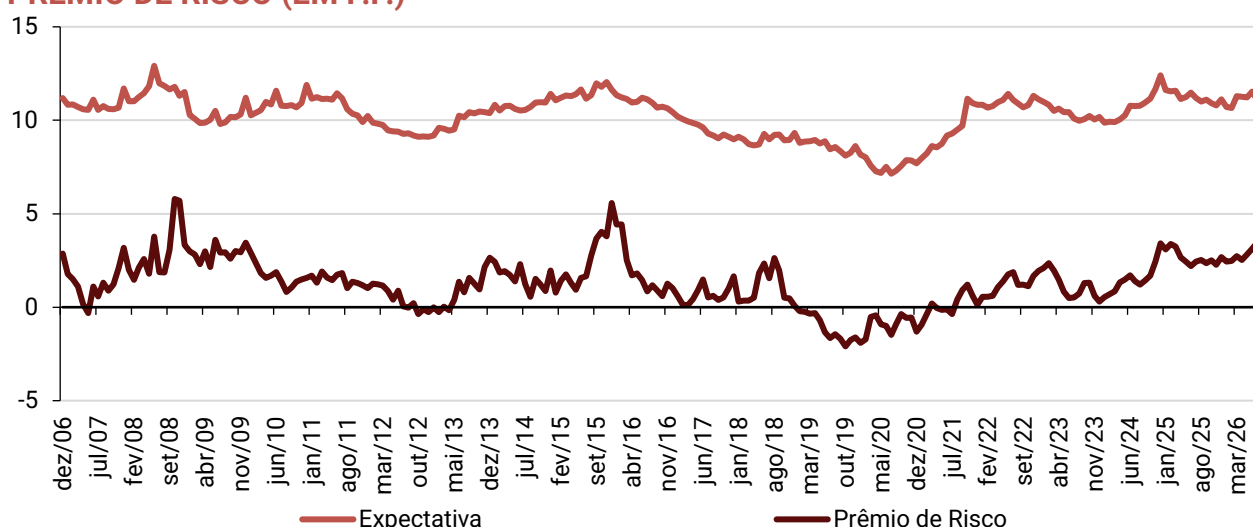
³⁵ Ver Boxe do Relatório de Política Monetária de junho de 2025, disponível em <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202506/rpm202506b7p.pdf>.

$TP_t^{(n)}$ é o prêmio de risco para o prazo n . Adota-se, como já mencionado, n como representando cinco anos.

De maneira ilustrativa, pode-se considerar um agente que compra um título público de cinco anos. Em teoria, isso equivale a escolher entre duas estratégias: (i) reter o título até o vencimento, ou (ii) reaplicar o dinheiro dia após dia no curtíssimo prazo (overnight), pelos mesmos cinco anos. Se o agente fosse indiferente ao risco, o rendimento nas duas situações seria o mesmo: a taxa do título longo representaria a média acumulada das taxas curtas esperadas ao longo do período. Carregar o título longo, no entanto, envolve um risco que a rolagem overnight não tem: se a taxa de juros subir, o preço do título cai, e quanto mais longo o prazo, maior essa sensibilidade. Por isso, o investidor exige uma compensação adicional para preferir o título longo, a qual é aqui referida como prêmio de risco.

O Gráfico 4 apresenta as séries para os componentes de taxa nominal de cinco anos, a saber: a expectativa da taxa de juros a termo de curto prazo e o respectivo prêmio de risco, ambos estimados pelo modelo ACM.

GRÁFICO 4. COMPONENTES DA TAXA NOMINAL DE CINCO ANOS: EXPECTATIVA E PRÊMIO DE RISCO (EM P.P.)



Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI, com base no modelo de Adrian, Crump e Moench (2013).

A variabilidade do prêmio de risco, medida pelo coeficiente de variação e que relaciona o desvio-padrão ao nível médio de cada série, é aproximadamente 9,6 vezes superior à do componente de expectativas.

No período recente, o componente de risco também se encontra elevado em relação ao seu padrão histórico. Em agosto de 2026, a taxa nominal de cinco anos alcançou 14,40% a.a., dos quais 11,16 p.p. correspondiam às expectativas de juros e 3,24 p.p. ao prêmio de risco. O prêmio representava, assim, 22,5% da taxa naquele mês, ante uma participação média de 9,2% ao longo da amostra. Os dois componentes apresentam, ainda, correlação de 0,74 em nível, indicando que períodos caracterizados por expectativas de juros mais elevadas

tendem também a coincidir com níveis mais altos do prêmio. Esse comovimento, contudo, parece estar associado sobretudo a regimes macroeconômicos comuns, uma vez que a correlação entre suas variações mensais é consideravelmente menor, de 0,39. A decomposição formal é, portanto, particularmente importante para distinguir movimentos na trajetória esperada da política monetária daqueles associados à compensação exigida pelo risco.

A equação (1) descrita acima corresponde, portanto, a uma identidade que decorre diretamente do modelo ACM, que permite calcular, para cada mês e para o vértice de cinco anos, quanto da taxa nominal observada corresponde à expectativa acumulada da Selic e quanto corresponde ao prêmio de risco.

O objetivo é avaliar em que medida condições domésticas, fiscais e externas contribuem para explicar seus movimentos, distinguindo a parcela relacionada a fundamentos internos daquela associada ao ambiente financeiro internacional. Para isso, estima-se um modelo de regressão linear por Mínimos Quadrados Ordinários, no qual o prêmio de risco de cinco anos constitui a variável dependente e os potenciais determinantes são incluídos como regressores³⁶.

$$Prêmio_t = \beta_0 + \beta_1 \cdot Focus_{t-1} + \beta_2 \cdot TLP_{t-1} + \beta_3 \cdot Selic_{t-1} + \beta_4 \cdot TIPS5_{t-1} + \beta_5 \cdot (USPRE10 - USPRE2)_{t-1} + \beta_6 \cdot DBGG_{t-1} + \beta_7 \cdot VolCambial_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

em que $Prêmio_t$ representa o prêmio de risco, seguindo notação do modelo proposto pelo Banco Central do Brasil. As variáveis explicativas estão descritas na Tabela 9:

TABELA 9. VARIÁVEIS DO MODELO ACM

Variável	Definição	Unidade / defasagem
Prêmio	Prêmio de risco da taxa nominal de 5 anos (modelo ACM)	% a.a., nível, sem defasagem
Focus	Expectativa de mercado para o IPCA 12 meses à frente	% a.a., defasado 1 mês
TLP	Taxa de Longo Prazo (custo de captação do BNDES)	% a.a., defasado 1 mês
Selic	Meta Selic efetiva (mensal, anualizada)	% a.a., defasado 1 mês
TIPS_5	Rendimento real do Treasury americano de 5 anos	% a.a., defasado 1 mês
USPRE10 - USPRE2	Inclinação da curva de juros americana (10a - 2a)	p.p., defasado 1 mês
DBGG	Dívida bruta do governo geral (% do PIB), em nível	% do PIB, defasado 1 mês
VolCambial	Volatilidade realizada do câmbio (desvio-padrão móvel de 21 dias úteis dos retornos diários da PTAX, anualizada)	% a.a., defasado 1 mês

Fonte: Elaboração IFI.

³⁶ Como se trata de uma série mensal, sujeita tanto à heterocedasticidade quanto à correlação serial dos resíduos, a inferência estatística é realizada com erros-padrão robustos HAC, calculados pelo estimador de Newey e West. Esse procedimento não altera os coeficientes estimados por MQO, mas torna os testes de significância mais robustos à presença dessas características nos erros.

A Tabela 10 apresenta os resultados da regressão descrita na equação (2) para o período de janeiro de 2007 a agosto de 2026.

TABELA 10. RESULTADOS DA REGRESSÃO

Focus	TLP	Selic	TIPS_5	USPRE10 - USPRE2	DBGG	Volatilidade Cambial
0,45**	0,09**	0,08*	0,73***	0,96***	0,03**	0,02***
(2,40)	(2,14)	(1,81)	(6,03)	(9,12)	(1,97)	(2,99)

Nota: N = 235 observações mensais e R² ajustado = 0,70. Os valores entre parêntesis correspondem às estatísticas t. ***, ** e * indicam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaboração IFI.

Entre os fatores domésticos, a expectativa de inflação (Focus) eleva o prêmio porque inflação esperada mais alta está comumente atrelada a mais incerteza, o que corrói o retorno real de um título prefixado e sinaliza um regime de metas menos ancorado no horizonte de interesse. A TLP, atrelada à NTN-B, é um sinal paralelo do mesmo custo de capital de longo prazo. A Selic, por sua vez, tende a estar elevada em períodos de maior estresse macroeconômico, o que por si só eleva a compensação exigida para carregar qualquer ativo de longo prazo.

Do lado fiscal, a DBGG pode elevar o prêmio de risco na curva a termo ao deteriorar a percepção sobre a sustentabilidade da dívida. Pela dinâmica usual³⁷, níveis mais elevados de endividamento requerem superávits primários futuros maiores para estabilizar a razão dívida/PIB, ampliando o risco de que o ajuste fiscal necessário não se materialize e, conseqüentemente, também a compensação exigida pelos investidores. Esse mecanismo é distinto do efeito de curto prazo da política fiscal sobre a demanda agregada, que, no arcabouço adotado, é capturado predominantemente pela trajetória esperada da Selic. A hipótese investigada aqui concentra-se, portanto, no canal de sustentabilidade fiscal, que afeta o prêmio associado ao carregamento de títulos de prazo mais longo.

Do lado externo, a taxa real americana de cinco anos (TIPS_5) representa uma referência de retorno real de baixo risco para o investidor global. Sua elevação aumenta o custo de oportunidade da alocação em economias emergentes e tende, portanto, a elevar a remuneração requerida para a exposição ao risco brasileiro. A inclinação da curva americana (USPRE10 - USPRE2), por sua vez, sintetiza mudanças nas condições monetárias e financeiras esperadas nos Estados Unidos e na percepção relativa dos diferentes prazos, podendo transmitir-se à curva doméstica por meio da integração dos mercados globais de renda fixa.

³⁷ Trata-se da relação usual de dinâmica da dívida pública, $d_{t+1} = d_t(1 + r)/(1 + g) - s_t$, segundo a qual a evolução da razão dívida/PIB (d_{t+1}) depende do estoque inicial de dívida (d_t), do diferencial entre a taxa real de juros e o crescimento real da economia ($(1 + r)/(1 + g)$) e do resultado primário (s_t). Quanto maior o diferencial $r - g$, maior o superávit primário necessário para estabilizar a dívida. Para maior aprofundamento, ver Blanchard, O. et al. (1990).

Finalmente, movimentos do câmbio constituem um canal adicional de risco: a depreciação do real pode elevar a incerteza inflacionária e, por meio do *pass-through*³⁸ para os preços, reduzir o retorno real esperado dos títulos prefixados, aumentando a compensação exigida pelos investidores. Esses mecanismos reforçam a interpretação de que o prêmio brasileiro responde também às condições financeiras internacionais.

A Tabela 11 reporta dois exercícios complementares de magnitude para a especificação da regressão.

TABELA 11. SENSIBILIDADE E CONTRIBUIÇÃO DAS VARIÁVEIS AO PRÊMIO DE RISCO

Variável	ΔPrêmio (p.p.)	Contribuição ao nível médio do prêmio (p.p)
USPRE10 - USPRE2	0,90	0,98
TIPS_5	0,85	0,28
Focus	0,42	2,16
DBGG	0,35	2,16
TLP	0,28	0,72
Selic	0,27	0,81
Volatilidade Cambial	0,15	0,28

Fonte: Elaboração IFI.

A primeira coluna padroniza cada coeficiente pelo desvio-padrão da respectiva variável na amostra, permitindo comparar a resposta do prêmio a choques de magnitude típica em cada regressor. Por esse critério, os fatores externos apresentam os maiores efeitos marginais: um choque de 1 desvio-padrão na inclinação da curva americana (USPRE10 - USPRE2) desloca o prêmio em 0,9 p.p., enquanto um choque equivalente na taxa real americana de cinco anos (TIPS_5) produz variação de 0,85 p.p. Entre os fatores domésticos, contudo, a DBGG se destaca: um choque de 1 desvio-padrão na dívida bruta está associado a uma variação de 0,35 p.p. no prêmio, magnitude superior às estimadas para a TLP, a Selic e a volatilidade cambial.

A segunda coluna oferece uma leitura complementar ao multiplicar cada coeficiente pelo nível médio da respectiva variável na amostra, permitindo mensurar a contribuição de cada fator para o nível médio estimado do prêmio. Sob esse critério, a DBGG passa a figurar entre os componentes de maior magnitude, com contribuição estimada de 2,16 p.p. Trata-se de um resultado relevante para a variável fiscal: embora o coeficiente marginal seja relativamente pequeno, incide sobre um nível médio elevado e persistente, equivalente a 66,65% do PIB na amostra. Assim, mesmo uma sensibilidade marginal moderada se traduz em contribuição expressiva para o nível do prêmio.

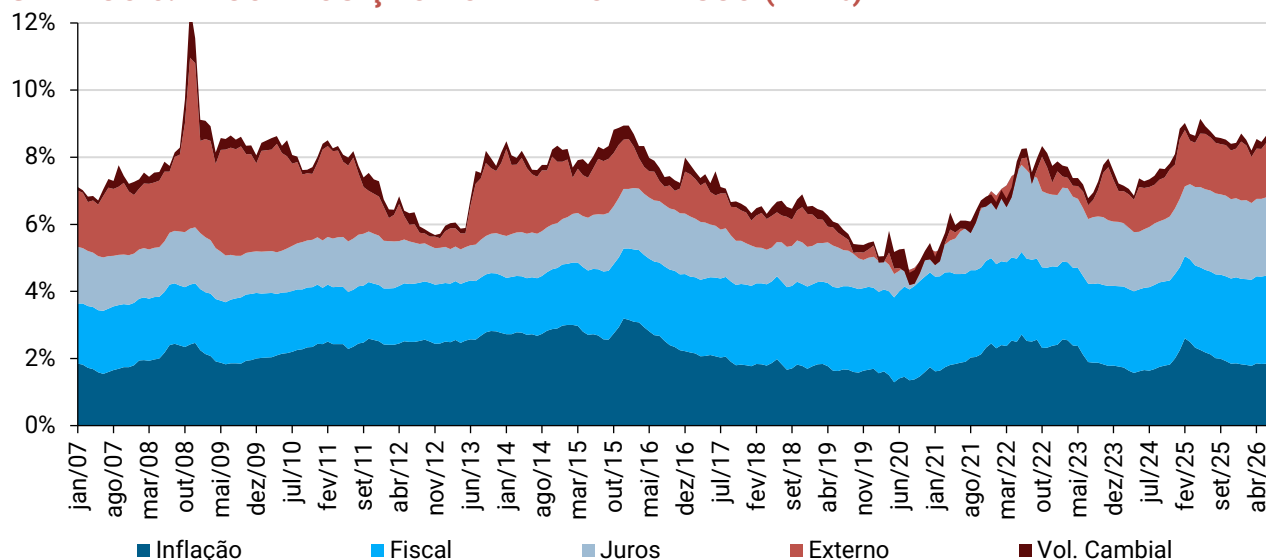
A TIPS_5 apresenta configuração distinta. Seu coeficiente e sua variabilidade amostral fazem com que movimentos típicos da taxa real americana produzam efeitos relevantes

³⁸ Trata-se do repasse de uma variação da taxa de câmbio para os preços domésticos.

sobre as oscilações do prêmio, mas seu nível médio relativamente baixo limita sua contribuição para o patamar médio estimado.

O Gráfico 5 estende a decomposição para cada período da amostra em cinco categorias: inflação (Focus), fiscal (DBGG), juros (Selic + TLP), setor externo (TIPS 5 anos + inclinação da curva de juros dos EUA) e volatilidade cambial, evidenciando a contribuição relativa de cada fator para o nível médio estimado do prêmio.

GRÁFICO 5. DECOMPOSIÇÃO DO PRÊMIO DE RISCO (EM %)



Elaboração: IFI, com base na decomposição do prêmio de risco (Equação 1) e nos coeficientes da regressão.

Há, na composição estimada do prêmio, diferenças importantes tanto em termos de persistência, associada à sustentação de seu patamar, como nos casos da inflação e da posição fiscal, quanto de variabilidade, mais relacionada às oscilações do prêmio ao longo do tempo, como ocorre com os fatores externos e cambiais.

A começar pelos fatores externos, a importância aumenta de forma particularmente visível em momentos de maior tensão nos mercados internacionais. A crise financeira global de 2008 constitui o caso mais evidente, quando o prêmio estimado atingiu um pico de aproximadamente 12%. Uma segunda elevação ocorre entre 2013 e 2016, período marcado pela reversão dos estímulos monetários nos Estados Unidos, episódio conhecido como *taper tantrum*³⁹, somado ao agravamento da situação fiscal no plano doméstico. Os componentes externo e cambial recuam durante a pandemia, com os juros americanos reduzidos a níveis próximos de zero, e voltam a ganhar importância a partir de 2022, acompanhando o ciclo de aperto monetário conduzido pelo Federal Reserve.

No âmbito doméstico, os componentes associados à inflação, aos juros e à posição fiscal apresentam dinâmicas distintas ao longo da amostra. No componente de inflação, observam-se, como esperado, elevações mais pronunciadas em episódios de maior

³⁹ Para maior aprofundamento, ver <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/u-s-interest-rates-and-emerging-market-currencies-taking-stock-10-years-after-the-taper-tantrum-20231004.html>.

instabilidade inflacionária, particularmente entre 2015 e 2016 e após a pandemia, em 2021 e 2022, sem que se identifique, contudo, uma tendência persistente de elevação ao longo de toda a amostra.

O componente de juros, que agrega Selic e TLP, acompanha de maneira mais próxima os ciclos da política monetária doméstica e, por este motivo, são mais sensíveis às mudanças de curto e médio prazo. Sua contribuição se amplia nos períodos de maior restrição monetária, como em 2015 e 2016 e, novamente, no ciclo iniciado a partir de 2021 e 2022. Em sentido oposto, a faixa se estreita nos períodos de afrouxamento monetário, como em 2012 e 2013 e, de maneira especialmente evidente, em 2020, quando a Selic atingiu sua mínima histórica.

O componente fiscal, representado pela DBGG, apresenta uma trajetória distinta e particularmente relevante para os objetivos deste estudo. No início da amostra, a contribuição é relativamente reduzida diante do peso dos fatores externos. A partir de meados da década de 2010, contudo, sua participação se amplia e permanece em patamar elevado por períodos prolongados. Diferentemente dos componentes mais associados à conjuntura internacional, a contribuição fiscal não recua de forma pronunciada nos momentos de redução das pressões externas, mantendo-se relevante ao longo de boa parte da segunda metade da amostra.

A próxima seção aprofunda a análise do componente fiscal identificado na decomposição, com o objetivo de avaliar em que medida a percepção sobre a situação fiscal do país se reflete na formação do prêmio de risco incorporado às taxas de juros brasileiras.

O componente fiscal do prêmio de risco

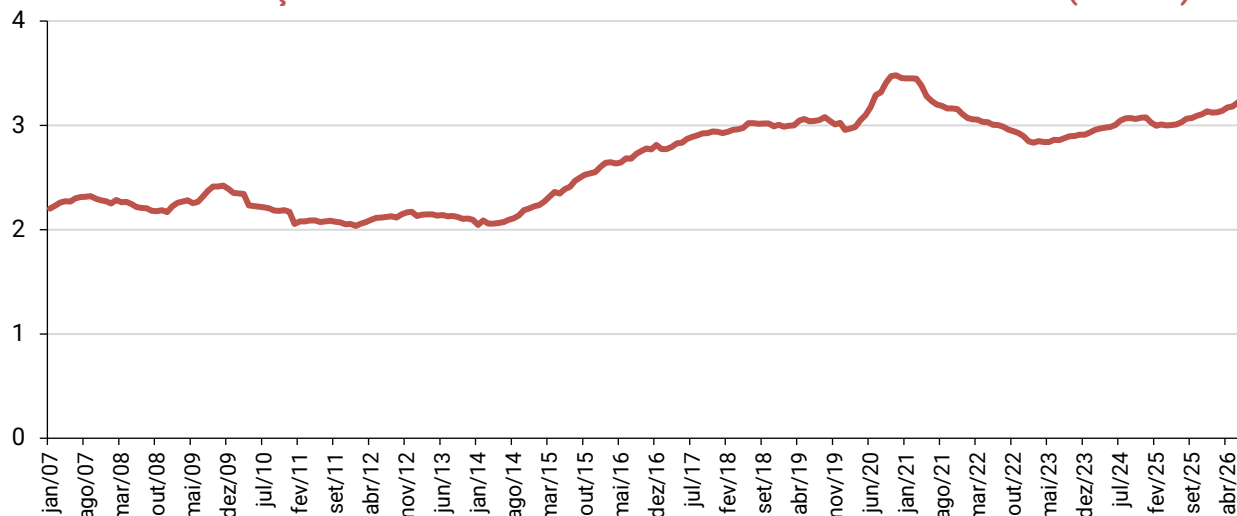
A significância estatística da DBGG na regressão especificada pela equação (2) estabelece que a variável fiscal contribui para a formação do prêmio de risco ao longo de toda a amostra. A caracterização dessa relação requer, contudo, uma análise adicional de sua dimensão temporal, de sua distribuição ao longo da estrutura do prêmio de risco e do grau de especificidade ao caso brasileiro.

Em particular, pretende-se avaliar, portanto, se a contribuição da posição fiscal para o nível estimado do prêmio permanece estável ou se intensifica ao longo do tempo, em quais maturidades essa relação é mais pronunciada e em que medida reflete um mecanismo particular do Brasil ou um padrão comum aos mercados emergentes. Esta seção examina as dimensões por meio de dois exercícios complementares: (i) avaliar, de acordo com a decomposição apresentada na seção anterior, a trajetória temporal da DBGG; e (ii) avaliar se o efeito se concentra no curto ou no longo prazo do prêmio de risco.

Evolução do componente fiscal no prêmio de juros

Com o objetivo de explorar a contribuição da posição fiscal para o nível estimado do prêmio, o primeiro exercício isola, ao longo do tempo, o componente fiscal da decomposição apresentada na Seção 2, isto é, multiplica o coeficiente do DBGG estimado na amostra completa pelo nível observado da dívida bruta em cada mês. O Gráfico 6 ilustra a trajetória encontrada:

GRÁFICO 6. EVOLUÇÃO DO COMPONENTE FISCAL NO PRÊMIO DE JUROS (EM P.P.)



Elaboração: IFI.

A trajetória do componente fiscal apresenta quatro movimentos principais. No período pré-crise, entre 2011 e 2013, a contribuição estimada permanece relativamente estável, em torno de 2,10 p.p. A partir de 2014, observa-se elevação gradual, acompanhando o aumento da DBGG, com contribuição média de 2,41 p.p., entre 2014 e 2016. O movimento se intensifica durante a pandemia, quando o componente atinge pico de 3,48 p.p., em 2020-2021, refletindo o forte aumento da dívida bruta no período, associado à expansão fiscal emergencial e à queda do PIB, que também elevou a razão dívida/PIB.

Entre 2022 e 2024, a contribuição recua parcialmente, acompanhando a redução da DBGG, mas permanece acima dos níveis observados no início da amostra. Na parte final do período, volta a crescer, alcançando média de 3,16 p.p., nos últimos doze meses até agosto de 2026, superior à registrada durante a crise de 2014 a 2016.

Concentração do efeito fiscal nos vértices longos da curva

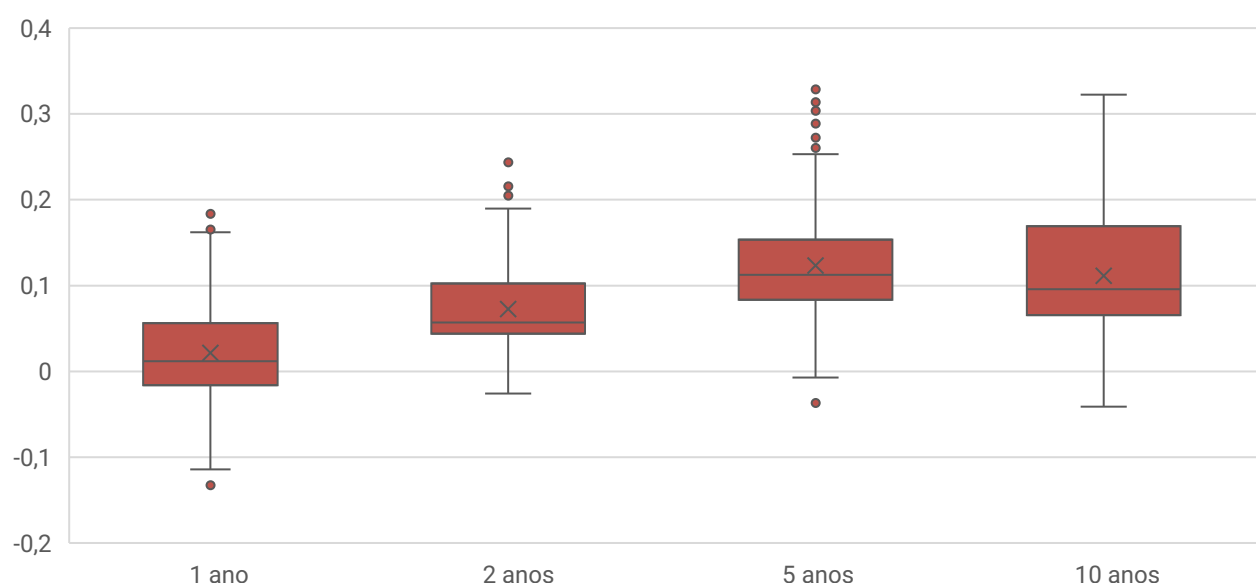
Até este ponto, a análise concentrou-se no prêmio de risco de cinco anos, utilizado como referência nas regressões e nos exercícios de decomposição apresentados nas seções anteriores. Uma vantagem da metodologia ACM, contudo, é permitir a estimação do prêmio de risco em diferentes vértices da estrutura a termo. Isso possibilita investigar se a associação entre a posição fiscal e o prêmio identificada no horizonte de cinco anos é

específica dessa maturidade ou se apresenta um padrão sistemático ao longo da curva de juros.

Nos vértices mais curtos, a formação da taxa tende a refletir com maior intensidade a trajetória esperada da política monetária e as condições conjunturais. À medida que a maturidade se alonga, tende a ganhar importância a incerteza associada à evolução futura da dívida pública, à capacidade de geração de resultados primários e às condições de refinanciamento do setor público. Assim, caso o risco fiscal tenha natureza predominantemente persistente, espera-se que sua associação com o prêmio seja mais pronunciada nos vencimentos mais longos. Esse padrão seria compatível com a interpretação de que a posição fiscal afeta sobretudo a compensação exigida pelos investidores para assumir riscos relacionados à trajetória fiscal de médio e longo prazo, e não apenas às condições correntes de política econômica.

Para avaliar essa hipótese, o segundo exercício reestima a equação 2 em janelas móveis de 60 meses, separadamente, para os prêmios de 1, 2, 5 e 10 anos, e resume a distribuição da sensibilidade do prêmio à DBGG obtida ao longo de 169 janelas em cada vértice. O Gráfico 7 apresenta os resultados.

GRÁFICO 7. SENSIBILIDADE DO PRÊMIO DE RISCO AO FISCAL, POR VÉRTICE DE PRAZO (EM P.P; 1, 2, 5 E 10 ANOS)



Fonte: Elaboração IFI, com base na equação 2, reestimada em janelas móveis de 60 meses para os vértices de 1, 2, 5 e 10 anos do prêmio de risco (169 estimativas por vértice, janelas fechadas entre janeiro de 2012 e agosto de 2026). Caixas delimitadas pelo 1º e 3º quartis, linha central na mediana, "x" indicando a média; hastes até 1,5 vez o intervalo interquartil; pontos além das hastes são valores atípicos.

Cada caixa resume, para um vértice específico da estrutura a termo do prêmio de risco, a distribuição dos coeficientes estimados para a DBGG ao longo das 169 janelas móveis de cinco anos. Quanto mais elevada a mediana da distribuição, maior a sensibilidade típica do prêmio, naquele prazo, à posição fiscal. A altura da caixa, correspondente ao intervalo entre o primeiro e o terceiro quartis, indica a dispersão dos 50% centrais das estimativas ao longo

do tempo, enquanto as hastes e os pontos externos refletem a amplitude adicional e a presença de valores atípicos.

A distribuição dos coeficientes sugere aumento da sensibilidade do prêmio ao componente fiscal à medida que se avança na estrutura a termo. A mediana passa de 0,007, no vértice de um ano, para 0,054, em dois anos, e 0,112, em cinco anos, permanecendo em nível semelhante no vértice de 10 anos.

A dispersão também cresce com o prazo. O intervalo interquartil aumenta de 0,063, no vértice de um ano, para 0,098, em 10 anos, enquanto os valores mais elevados observados nas janelas móveis se concentram nos vértices de 5 e 10 anos. Nas janelas mais recentes da amostra, correspondentes a 2025 e 2026, os coeficientes alcançam aproximadamente 0,329 e 0,337 nesses dois vértices, respectivamente.

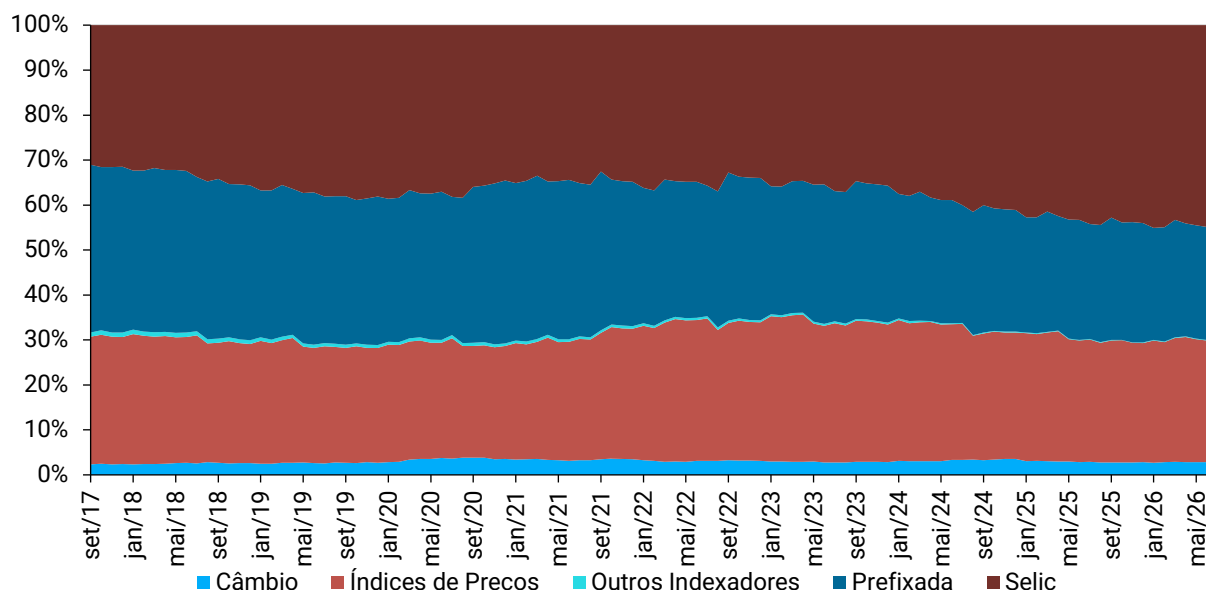
O resultado indica que a influência da variável fiscal não é uniforme ao longo da curva de juros. A sensibilidade é relativamente reduzida nos vencimentos mais curtos e se torna mais pronunciada nos vértices de maior prazo. Essa configuração é compatível com a natureza do risco fiscal, cuja transmissão tende a ocorrer sobretudo por meio das expectativas sobre solvência, trajetória futura da dívida e necessidade de compensação adicional para a manutenção de posições em títulos de maior duração.

O padrão também é consistente com os resultados da Seção 3, nos quais o componente fiscal se mostrou relevante para a formação do prêmio. A evidência por vértice acrescenta uma dimensão importante a esse resultado ao mostrar que a relação se concentra, principalmente, nos prazos mais longos.

A composição da dívida pública

Os exercícios anteriores mostraram que a posição fiscal está associada à formação do prêmio de risco, com efeito mais pronunciado nos horizontes mais longos. Há, contudo, um segundo canal relevante na interação entre política fiscal e juros: a composição do próprio estoque da dívida pública. Quanto maior a participação de títulos remunerados diretamente pela Selic, maior a sensibilidade do custo da dívida às decisões de política monetária, fazendo com que elevações da taxa básica sejam transmitidas de forma mais rápida à despesa de juros e, conseqüentemente, à dinâmica da dívida. O Gráfico 8 apresenta essa mudança de composição nos últimos anos.

GRÁFICO 8. COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL POR INDEXADOR



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Elaboração: IFI.

Esse mecanismo ganha importância no período recente, em que a composição da Dívida Pública Federal passou a apresentar participação crescente dos títulos indexados à Selic. A parcela associada a esse indexador aumentou de 35,7%, em dezembro de 2023, para 41,1%, em dezembro de 2024, 44,0%, em dezembro de 2025 e 46,4% em julho de 2026, o salto mais acentuado em um único mês de toda a série recente (+1,5 p.p. entre junho e julho). Em contrapartida, a participação dos títulos prefixados recuou, de 30,5% para 23,5%, no mesmo intervalo, enquanto a parcela indexada a índices de preços passou de 30,6% para 27,2%.

A mudança de composição amplia a exposição do custo da dívida às variações da taxa básica. Como os títulos indexados à Selic incorporam de forma mais direta e imediata as decisões de política monetária, o aumento de sua participação faz com que ciclos de aperto monetário se transmitam com maior intensidade ao custo de carregamento da dívida pública.

Ainda, os resultados reforçam um mecanismo já conhecido⁴⁰ de retroalimentação entre juros e posição fiscal. Taxas de juros mais elevadas aumentam a despesa de juros e contribuem para a expansão da própria dívida. O aumento recente da participação de títulos indexados à Selic potencializa esse segundo canal, ao tornar uma parcela maior do estoque diretamente sensível às alterações da taxa básica. Assim, dívida e juros podem atuar de forma mutuamente reforçadora, embora os exercícios apresentados não permitam, isoladamente, estabelecer a causalidade dinâmica entre esses canais.

⁴⁰ Ver, por exemplo, Blanchard (2004).

Considerações finais

A decomposição da taxa nominal de cinco anos indica que a persistência dos juros elevados no Brasil não pode ser atribuída apenas à condução corrente da política monetária. Embora a expectativa acumulada da Selic explique parcela relevante do nível da taxa longa, o prêmio de risco concentra a maior parte de sua volatilidade e apresenta associação estatisticamente significativa com a posição fiscal. Essa relação se torna mais pronunciada nos vértices de 5 e 10 anos, sugerindo que o componente fiscal atua sobretudo sobre a compensação exigida para a manutenção de posições de maior prazo.

A evolução estimada desse componente reforça essa interpretação. A contribuição da DBGG para o nível do prêmio alcançou cerca de 3,16 p.p. nos doze meses até agosto de 2026, acima da média observada durante a crise fiscal de 2014 a 2016, de 2,41 p.p., e próxima ao pico registrado no período da pandemia, de 3,48 p.p. O resultado é compatível com um canal associado à percepção de sustentabilidade da dívida: quanto maior o horizonte do título, maior a relevância atribuída à trajetória futura do endividamento, à capacidade de geração de resultados primários e às condições de refinanciamento do setor público.

A esse mecanismo soma-se a mudança recente na composição da dívida. A participação dos títulos indexados à Selic aumentou de 35,7% para 46,4% do estoque, entre dezembro de 2023 e julho de 2026, elevando a sensibilidade do custo da dívida às decisões de política monetária. Com isso, ciclos de aperto monetário tendem a se transmitir mais rapidamente à despesa de juros e, por essa via, à própria dinâmica do endividamento. Os exercícios desta nota não permitem identificar isoladamente a direção ou a magnitude causal dessa interação, mas apontam para uma relação mais estreita entre condições monetárias, composição da dívida e prêmio fiscal.

Fatores inflacionários, externos, cambiais e institucionais permanecem relevantes para o custo de financiamento de longo prazo do país, mas os resultados indicam que a posição fiscal constitui componente estatisticamente significativo e economicamente expressivo do prêmio de risco. Assim, a redução sustentada do custo de financiamento da economia brasileira requer que a dimensão fiscal seja incorporada de forma explícita ao debate sobre juros elevados.

Referências Bibliográficas

ADRIAN, Tobias; CRUMP, Richard K.; MOENCH, Emanuel. Pricing the term structure with linear regressions. *Journal of Financial Economics*, v. 110, n. 1, p. 110-138, 2013.

ARAUJO, Gustavo Silva; VICENTE, José Valentim Machado; GAGLIANONE, Wagner Piazza. *Determinants of the risk premium in Brazilian nominal interest rates*. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2025.

ARIDA, Pêrsio; BACHA, Edmar Lisboa; LARA-RESENDE, André. Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. In: GIAVAZZI, Francesco; GOLDFAJN, Ilan; HERRERA, Santiago (org.). *Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience, 1999 to 2003*. Cambridge, MA: MIT Press, 2005.

BAI, Jushan; PERRON, Pierre. Estimating and testing linear models with multiple structural changes. *Econometrica*, v. 66, n. 1, p. 47-78, 1998.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Determinantes do prêmio de risco nas taxas nominais brasileiras. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Política Monetária*. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, jun. 2025. p. 69-74.

BLANCHARD, Olivier. *Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper, n. 10389).

BLANCHARD, Olivier; CHOURAQUI, Jean-Claude; HAGEMANN, Robert P.; SARTOR, Nicola. The sustainability of fiscal policy: new answers to an old question. *OECD Economic Studies*, n. 15, 1990.

CARTER, Thomas J.; KAMBER, Güneş; OTTEN, Julia. *How to design and review inflation targets in emerging market and developing economies*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2026. (n. 2026/004).

GONÇALVES, Fernando M.; HOLLAND, Márcio; SPACOV, Andrei D. Can jurisdictional uncertainty and capital controls explain the high level of real interest rates in Brazil? Evidence from panel data. *Revista Brasileira de Economia*, v. 61, n. 1, p. 49-76, 2007.

HAUSMANN, Ricardo. *In search of the chains that hold Brazil back*. Cambridge, MA: Harvard Center for International Development, 2008. (Working Paper, n. 180).

HOLLAND, Márcio. *Taxa de juros no Brasil: caminhos para o Brasil conviver com taxas de juros civilizadas*. [S. l.]: Alta Cult, 2026.

KLEIN, G. Um terceiro fator para os juros altos. *Folha de S.Paulo*, 4 set. 2026.

PESSÔA, Samuel. Os juros elevados brasileiros. *Blog do IBRE*, 26 ago. 2026.

SEGURA-UBIERGO, Alex. *The puzzle of Brazil's high interest rates*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2012. (IMF Working Paper, WP/12/62).

VESCOVI, Ana Paula. O custo Brasil, para além dos juros. *Folha de S.Paulo*, 21 fev. 2026.