

Ratings de crédito soberano de longo prazo do Brasil rebaixados para 'BB-' na escala global por menor tempestividade e eficácia na elaboração de políticas; perspectiva estável

Analista principal:

Lisa M Schineller, PhD, Nova York, (1) 212-438-7352; lisa.schineller@spglobal.com

Contatos analíticos adicionais:

Joydeep Mukherji, Nova York, (1) 212-438-7351; joydeep.mukherji@spglobal.com

Roberto H Sifon-Arevalo, Nova York, (1) 212-438-7358; roberto.sifon-arevalo@spglobal.com

Líder do comitê de rating:

Roberto H Sifon-Arevalo, Nova York, (1) 212-438-7358; roberto.sifon-arevalo@spglobal.com

Contato de Mídia:

John J Piecuch, Nova York, (1) 212-438-1579; john.piecuch@spglobal.com

Resumo

- Apesar dos vários avanços de políticas do governo Temer, o Brasil tem progredido mais lentamente do que o esperado na implementação de legislação significativa que corrija tempestivamente os deslizamentos fiscais estruturais e os elevados níveis de dívida.
- Os atrasos no avanço das medidas fiscais corretivas, que são críticas para tratar de um dos importantes pontos fracos do rating do Brasil, somados às perspectivas políticas incertas após as eleições de 2018, refletem enfraquecimento da eficácia da classe política brasileira na elaboração de políticas.
- Como resultado, rebaixamos os ratings de crédito soberanos de longo prazo atribuídos ao Brasil na escala global, de 'BB' para 'BB-' Ao mesmo tempo, reafirmamos seus ratings de crédito soberanos de curto prazo 'B'.
- A perspectiva é estável, indicando nossa visão de que o perfil externo comparativamente sólido do Brasil e a flexibilidade e credibilidade de suas políticas monetária e cambial ajudam a ancorar o rating em 'BB-' ao longo do próximo ano, equilibrando as fraquezas econômicas e fiscais, e as incertezas com relação às eleições de 2018.

Ações de Rating

São Paulo (S&P Global Ratings), 11 de janeiro de 2018 – A S&P Global Ratings rebaixou hoje os ratings de crédito soberanos de longo prazo em moeda estrangeira e em moeda local atribuídos à **República Federativa do Brasil** (“Brasil”), de ‘BB’ para ‘BB-’. A perspectiva dos ratings é estável. Ao mesmo tempo, reafirmou os ratings de crédito soberanos de curto prazo em moeda estrangeira e em moeda local ‘B’ do país. Também rebaixou a avaliação de Transferência e Conversibilidade (T&C) do país, de ‘BBB-’ para ‘BB+’. Além disso, reafirmou o rating de crédito soberano de longo prazo ‘brAA-’ atribuído na Escala Nacional Brasil ao país e alterou a perspectiva desse rating para estável.

Perspectiva

A perspectiva estável reflete nossa visão de que existe menos que uma probabilidade em três de que poderemos rebaixar os ratings do Brasil no próximo ano. Isso reflete a política externa e monetária comparativamente forte do país, que ajuda a contrabalançar suas significativas fraquezas fiscais, uma economia cujas perspectivas de crescimento são menores que as de seus pares, e nossa opinião de que a efetividade do governo na formulação de políticas enfraqueceu.

Poderemos rebaixar os ratings soberanos do país no próximo ano se a balança de pagamentos do Brasil se enfraquecer inesperadamente, de modo a prejudicar o acesso do país ao mercado ou gerar um forte aumento da dívida externa. Alternativamente, uma deterioração significativa na recente melhora da credibilidade da política monetária sob a atual administração, marcada por uma alta persistente da inflação ou por um enfraquecimento do compromisso do governo com o regime cambial flutuante, também deverá pesar sobre os ratings do Brasil.

Poderemos elevar os ratings do país diante de diversos cenários nos próximos anos. No primeiro cenário, o próximo governo, após as eleições de 2018, articularia e implementaria uma correção fiscal sólida e sustentável que contaria com o apoio do Congresso. Em outro cenário, uma ampla correção nas políticas — e os frutos de reformas microeconômicas recentes — poderia dar suporte a uma taxa de tendência de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) maior, tal qual que a trajetória de crescimento do Brasil não mais seria inferior àquela de seus pares em um nível de desenvolvimento econômico semelhante. Ou, que os atuais deficits fiscais muito elevados poderiam cair se o governo gerasse um superavit fiscal (sem juros) primário, indicando que a dívida do governo geral líquida em relação ao PIB teria atingido seu pico e estaria pronta para cair, graças a medidas políticas ou a melhores perspectivas de crescimento do PIB.

Fundamentos

O enfraquecimento de nossa avaliação institucional do Brasil reflete o progresso mais lento do que o esperado e o menor suporte por parte da classe política à implementação de legislação que possa corrigir deslizamentos fiscais estruturais de forma tempestiva. Os recentes desenvolvimentos políticos também prenunciam o risco de maior incerteza política após as eleições nacionais que ocorrerão no final deste ano.

Embora o governo tenha avançado várias reformas microeconômicas, até o momento, este não tem sido bem-sucedido em obter um amplo apoio do Congresso para fortalecer a trajetória fiscal do país, a fim de facilitar a aderência ao limite de gasto constitucional. Além disso, algumas vezes tem havido sinais contraditórios ou ações que acabam complicando ainda mais a correção fiscal ou a execução política, incluindo medidas para o orçamento de 2018, em todas as esferas governamentais. No conjunto, isso

realça nossa visão de que o compromisso político e o poder de resposta política têm diminuído em relação às nossas expectativas anteriores.

A falta de apoio substancial da classe política brasileira a medidas fiscais mais fortes e mais ágeis destaca o quão importante será para o próximo presidente do país começar seu mandato com capital político significativo e rapidamente aprovar, o quanto antes, medidas corretivas de impacto. No entanto, esse não é o nosso caso-base. Em nossa visão, a ausência de apoio político coeso a medidas econômicas corretivas, que temos visto até agora, diminui as perspectivas para uma resposta sólida e imediata após as eleições de 2018.

Nesse ínterim, a leve melhora na economia e a baixa dívida externa líquida do Brasil (comparada com a de seus pares) podem limitar ainda mais a pressão política sobre o governo para que este aja no sentido de resolver as deficiências fiscais no curto prazo. Embora a economia tenha se estabilizado, vemos o lento crescimento e as fraquezas fiscais como as principais restrições do rating do país. A diversificada economia brasileira saiu de uma profunda contração plurianual, mas se espera que seu crescimento permaneça abaixo daquele de seus pares. O governo geral continua registrando deficits elevados, cuja dívida vem aumentando ao longo do período projetado até 2020. Em nossa opinião, a correção fiscal é um desafio plurianual e multiadministrativo. Em contrapartida, a posição externa do Brasil e a credibilidade política monetária – que em nossa visão, tem melhorado – são pontos fortes da qualidade creditícia.

Perfil institucional e econômico: a classe política brasileira tem progredido lentamente com relação às correções fiscais necessárias enquanto o crescimento retorna para um território positivo

- Apesar da melhora de várias políticas no governo do presidente Michel Temer, a passagem de legislação que reduza estruturalmente o déficit fiscal permanece evasiva, criando condições difíceis para a próxima administração, em razão da alta e crescente dívida do governo brasileiro.
- As investigações de corrupção vêm desacreditando muitos políticos, aumentando a probabilidade de haver novos candidatos de fora da política nas eleições de 2018, o que acentua os riscos para a construção de uma coalisão concentrada e para a passagem de legislação de difícil aprovação.
- Estima-se que a economia tenha crescido 1% em 2017, após dois anos de contração, mas as perspectivas de crescimento continuam sendo restringidas por uma alta carga de endividamento e um nível baixo de investimentos.

O governo Temer articulou uma abrangente agenda macro e microeconômica, visando gerar condições de crescimento e desempenho fiscal mais fortes nos próximos anos. O Tribunal de Contas da União (TCU) e o Ministério da Fazenda estão trabalhando em conjunto e de forma mais ativa para fortalecer a transparência das contas fiscais. O Congresso aprovou parte da agenda do governo, como:

- Um teto constitucional dos gastos,
- Duas fases da reforma trabalhista,
- A lei de imigração,
- A reabertura do setor de óleo e gás com menos regras de conteúdo local,
- Um regime de recuperação fiscal dos estados altamente endividados que estejam dispostos a realizar a reforma de gastos, e

- Um esquema revisado para o crédito subsidiado no Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) a fim de remover o empréstimo subsidiado nos próximos cinco anos.

Entretanto, estagnou-se o progresso na aprovação de legislação voltada à redução da rigidez nos gastos fiscais e que cria as condições para a aderência ao já legislado teto para o aumento dos gastos primários nos próximos anos. Um exemplo disso é a segunda fase do adiado plano de ajuste fiscal, uma reforma da previdência, que encontrou obstáculos ao longo de 2017. Embora a votação dessa reforma esteja programada para este ano, em nosso julgamento, os atrasos contínuos refletem o enfraquecimento do apoio político no Congresso para tratar a rigidez fiscal estrutural — que requerem mudanças na Constituição do Brasil — de forma tempestiva. Houve também retrocessos nas medidas fiscais de prazo ainda mais curto — tais como uma liminar para suspender o adiamento do aumento dos salários dos servidores públicos e maiores contribuições previdenciárias dos trabalhadores do setor público. Esses acontecimentos destacam a relutância de segmentos da classe política do país para lidar com a difícil correção fiscal. Além disso, o atual debate entre os políticos sobre um possível afrouxamento da assim chamada “Regra de Ouro” (a qual limita a tomada de empréstimos para gastos de investimentos), assim que ela se tornou vinculativa, reforça essa questão.

O apoio para a correção política tem se desgastado entre e dentro das linhas partidárias, apesar dos grandes desequilíbrios fiscais. Esse apoio enfraquecido — dentro e fora — da coalisão governamental destaca os desafios que os formuladores de políticas enfrentarão durante o período preparatório e após a eleição presidencial de 2018. Fato que se acrescenta a um cenário eleitoral complexo. Os grandes escândalos de corrupção e a contração econômica têm fomentado o desencantamento do eleitorado e, com isso, as perspectivas para novos candidatos ou para candidatos contra o *status quo* entrarem na disputa. Isso poderia significar maior incerteza política, dada a falta de um histórico estabelecido. Além disso, um novato inexperiente eleito como presidente poderá enfrentar mais dificuldade em administrar coalisões pluripartidárias difíceis — o que já é um desafio até mesmo para os políticos mais experientes. Se isso, por si só, já é um fator-chave para se aprovar qualquer legislação no Brasil, o que dirá para as emendas constitucionais.

Ademais, os escândalos de corrupção têm criado incertezas para os maiores partidos políticos estabelecidos no Brasil. O ex-presidente Lula, do Partido dos Trabalhadores (PT), — ainda o candidato mais competitivo nas pesquisas de opinião pública apesar da alta taxa de rejeição entre a população — pode ser impedido de se candidatar por decisão judicial, forçando possivelmente o PT a encontrar um candidato presidencial alternativo. O Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB) pode encontrar dificuldade para escolher um candidato presidencial que possa tanto unificar o partido quanto conquistar amplo apoio popular.

As incertezas em torno do resultado das eleições, em nossa visão, tornam menos provável que um novo presidente com sólido capital político possa ser capaz de aprovar rapidamente mudanças constitucionais para aliviar de modo significativo os gargalos com gastos e receitas. Isso reforça nossa opinião sobre o recente enfraquecimento do compromisso político com a implementação do ajuste fiscal.

Vemos as alegações de investigações de corrupção em andamento contra indivíduos e empresas proeminentes dos setores público e privado e entre os partidos políticos como um exemplo da maturidade dos pesos e contrapesos no Brasil. Além disso, as instituições brasileiras têm se mantido sólidas em meio às investigações independentes e os subseqüentes indiciamentos de práticas corruptas. Isso reflete a solidez institucional, em contraste com alguns dos pares do Brasil. Ao mesmo tempo, um

efeito colateral tem sido os resultados políticos mais fracos e um cenário eleitoral de certa forma mais incerto.

Nosso caso-base continua sendo o de um pequeno crescimento do PIB nos próximos anos e um PIB per capita de US\$9,923 para 2018. Isso se segue a um crescimento do PIB real estimado de 1% em 2017, após ter registrado crescimento negativo em 2015 e 2016. Esperamos um crescimento médio de 2,4% durante 2019-2020. Vemos que as perspectivas de crescimento do Brasil têm sido — e continuarão sendo — abaixo daquelas de outros países em um estágio similar de desenvolvimento.

O alto nível de endividamento de famílias, empresas e governo restringe um crescimento mais rápido. Em razão das eleições de 2018 e das incertezas com relação aos novos candidatos potencialmente competitivos, esperamos uma fraca reação dos investimentos no curto prazo. Assim, o afrouxamento mais pronunciado da política monetária, em razão das dinâmicas inflacionárias favoráveis, suporta um aumento do crescimento este ano. Esperamos que as exportações líquidas sustentem o crescimento, embora a pequena participação das exportações líquidas no PIB brasileiro e a ausência de um forte crescimento das commodities signifiquem que estas não conduzirão uma retomada econômica robusta. Esforços contínuos para restaurar o equilíbrio macroeconômico são críticos, tanto quanto avançar com as reformas microeconômicas, para dar suporte a um investimento privado mais alto e crescimento no médio prazo.

Flexibilidade e perfil de desempenho: a solidez comparativa na posição externa do Brasil e a flexibilidade da política monetária contrastam com a sua alta e crescente dívida, os grandes deficits e a rigidez de gastos

- Os desafios fiscais permanecem significativos em razão da acentuada redução das receitas e dos gastos fortemente rígidos que geram deficits primários e globais elevados com uma crescente dívida do governo geral líquida.
- O deficit em conta corrente do Brasil continua declinando e permanece mais do que financiado por Investimento Estrangeiro Direto (IED), impulsionando as reservas internacionais e uma queda na dívida externa líquida estreita.
- A inflação ficou abaixo do limite inferior do intervalo de tolerância da meta em 2017, e as expectativas de inflação bem-ancoradas têm facilitado um ciclo de afrouxamento monetário mais profundo.

Além das perspectivas de crescimento modesto, a posição fiscal do Brasil é outro importante ponto fraco de sua qualidade de crédito. Sua trajetória fiscal é de deficits primários contínuos (sem juros) e aumento de dívida até 2020. Apesar do aumento das metas primárias para 2017 e 2018 em agosto de 2017, acreditamos que o governo Temer permaneça comprometido com a redução do deficit primário brasileiro. O governo tem avaliado e simplificado sistematicamente vários programas de gastos, quando possível (tais como empréstimos estudantis, subsídios para moradias – Minha Casa Minha Vida – e benefícios para deficientes), para gerar poupança orçamentária. E o desempenho fiscal em 2017 destaca a compressão de gastos em quase todas as áreas, exceto na folha de pagamento, pensões e componentes indexados de gastos obrigatórios.

A combinação de receitas extraordinárias e um melhor resultado nos estados e municípios sustentam nossa estimativa de que o governo provavelmente superou a meta primária revisada em 2017 (e provavelmente o fará em 2018).

No entanto, isso não muda o fato de o Brasil deter uma das posições fiscais mais fracas entre os soberanos avaliados e que lidar com os gastos obrigatórios é um importante desafio político. Dados os benefícios generosos do Brasil e a piora em seus dados demográficos, os gastos previdenciários do país têm crescido rapidamente nos últimos anos e respondem por 34% do gasto primário federal (sem juros). O deficit da previdência social para os trabalhadores privados em 2016 foi de 2,4% do PIB, quase tão grande quanto o deficit primário do governo geral de 2,6% do PIB. Isso afeta negativamente nossa avaliação fiscal.

Os governos estaduais e municipais brasileiros enfrentam desafios orçamentários similares aos do governo federal: gastos altos e rígidos na folha de pagamento, previdência e pagamentos de juros, bem como uma base de receitas prejudicada pela contração econômica. Apesar de certo alívio temporário sobre o serviço da dívida devido ao governo federal, as finanças dos governos estaduais e locais permanecem pressionadas. Além disso, diferentemente do governo soberano, seu financiamento é mais limitado porque estes não podem emitir dívidas. O governo federal tem também fortalecido a transparência e os protocolos para aprovar (e garantir) empréstimo por parte dos governos locais. Vemos isso positivamente sob a perspectiva do governo soberano — em termos de estrutura institucional e de restrição dos deslizes fiscais nos níveis estaduais e municipais. No entanto, as fragilidades da estrutural fiscal federal do país ainda devem ser tratadas. Assim como uma reforma previdenciária e tributária, uma maior resolução dessas fraquezas continuará pendente até depois das eleições de 2018.

Em 2018, esperamos que o deficit do governo geral seja de 7,8% do PIB antes de declinar para 6% em 2020. Isso se compara com os 9% de 2016 e um percentual estimado de 8,3% para 2017. Isso é consistente com uma lenta redução no deficit primário do governo geral que fica na média de 1,5% em 2018-2020. A carga de juros do Brasil é alta, e esperamos que se modere lentamente ao longo do período projetado, em função da queda nas taxas de juros, embora em um ritmo mais lento do que a queda registrada em 2016, associada com ganhos gerados por swaps cambiais denominados em real. A mudança ligeiramente maior na dívida do governo geral líquida em relação ao PIB vis-à-vis o deficit global assume certas flutuações nas operações de recompra do Banco Central, e taxas de câmbio e inflação, mas nenhum gasto (abaixo da linha) fora do orçamento.

Esperamos que a dívida do governo geral, líquida de ativos líquidos (não incluindo as reservas internacionais), aumente para 72% do PIB até 2020 ante 52% em 2016. Esperamos que os juros em relação as receitas fiquem na média de 16% durante 2018-2020, com uma ligeira tendência de declínio dada a queda nas taxas de juros em meio ao afrouxamento monetário. Avaliamos os passivos contingentes do setor financeiro e de todas as entidades públicas não financeiras brasileiras (incluindo a Petrobras) como limitados.

As contas externas do Brasil continuam se ajustando, com o deficit em conta corrente agora esperado em 0,9% do PIB em 2018, versus um pico de 4,2% do PIB em 2014. Esperamos que o deficit em conta corrente se amplie e fique na média de 1,2% do PIB em 2018-2020 (ante seu ponto mais baixo em 2017), como resultado de maiores importações, e que seja totalmente financiado por IED líquido. Estimamos que a dívida externa líquida estreita – projetada em -7% dos ingressos em conta corrente em 2017 – retorne para uma posição devedora até 2019-2020, à medida que o setor privado acesse os mercados globais, as reservas de títulos do governo detidas por não residentes aumentem e a acumulação de reserva diminua. Calculamos nossas estimativas de dívida externa com base na residência. Essas estimativas incluem participações de não-residentes na dívida do governo denominada

em real emitida localmente, que era estimada em cerca de US\$130 bilhões em dezembro de 2017 (quase 50% dos ingressos em conta corrente).

Nossos dados de dívida externa, no entanto, não incluem a dívida levantada no exterior pela Petrobras e de outras empresas brasileiras que são transferidas na forma de IED para as matrizes no Brasil. Para a Petrobras, isso poderia ser de aproximadamente 25% dos ingressos em conta corrente. Isso é capturado na posição de passivo externo líquido do Brasil, estimada em 257% dos ingressos em conta corrente em 2017. Esse índice é um dos mais altos entre os governos soberanos que avaliamos, sugerindo que há maiores riscos para as contas externas do Brasil — se as condições de mercado se deteriorarem — do que quando se olha apenas para os indicadores de dívida. A moeda brasileira flutua e é negociada ativamente, e o Brasil tem necessidades de financiamento externo menores quando comparado aos seus ingressos em conta corrente, além de altas reservas internacionais em relação a alguns de seus pares.

A inflação tem declinado significativamente, surpreendendo consistentemente os mercados nos últimos nove meses. A inflação de preços ao consumidor foi de 2,95% em dezembro de 2017, representando uma queda recorde desde 1999 e um pouco abaixo do limite do intervalo de tolerância da inflação. Isso se compara aos 6,3% registrados no final de 2016 e aos 10,7% do final de 2015. Uma queda nos preços agrícolas e um grande hiato do produto reforçam a melhora nas dinâmicas associadas à redução dos aumentos de preços administrados e depreciação do real que atingiram a inflação em 2015. Além disso, a melhor credibilidade do Banco Central tem reancorado as expectativas de inflação.

Esperamos que a inflação aumente um pouco em 2017-2019 em relação aos atuais baixos níveis, à medida que a economia se fortalece, mas que permaneça alinhada às metas oficiais. O Banco Central iniciou um ciclo de afrouxamento em outubro de 2016, cortando a taxa de juros da SELIC overnight em um total de 725 pontos-base para 7% em janeiro de 2018. No final de junho, o Conselho Monetário Nacional estabeleceu uma meta de inflação menor, de 4,25% e 4% mais/menos 1,5% para 2019 e 2020, respectivamente, em comparação com 4,5% mais/menos 1,5% para 2017 e 2018, tendo em vista esses desenvolvimentos positivos e para guiar a inflação de prazo mais longo a um patamar ainda mais baixo.

TABELA 1
REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL – INDICADORES SELECIONADOS

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p	2020p
INDICADORES ECONÔMICOS (%)										
PIB nominal (bi. ML)	4.376,3 8	4.814,7 6	5.331,6 2	5.778,9 5	5.995,7 9	6.259,2 3	6.540,2 7	6.918,2 9	7.362,4 5	7.843,2 2
PIB nominal (US\$ bi)	2.616,1 6	2.464,0 5	2.472,8 2	2.456,0 4	1.802,2 1	1.792,8 0	2.049,0 2	2.077,5 7	2.178,2 4	2.306,8 3
PIB per capita (US\$ mil)	13,3	12,4	12,3	12,1	8,8	8,7	9,9	9,9	10,3	10,8
Crescimento do PIB real	4,0	1,9	3,0	0,5	(3,5)	(3,5)	1,0	2,2	2,4	2,5
Crescimento do PIB real per capita	3,0	1,0	2,1	(0,4)	(4,3)	(4,2)	0,2	1,4	1,6	1,7
Crescimento real do investimento	6,8	0,8	5,8	(4,2)	(13,9)	(10,3)	(2,8)	3,0	3,9	4,0
Investimento/P IB	21,8	21,4	21,7	20,5	17,4	15,4	15,7	16,1	16,6	16,8
Poupança/PIB	18,9	18,4	18,7	16,3	14,1	14,1	15,3	15,2	15,4	15,2
Exportações/P IB	11,5	11,7	11,6	11,0	12,9	12,5	12,4	12,1	11,7	11,3
Crescimento real das exportações	4,8	0,3	2,4	(1,1)	6,8	1,9	3,8	3,0	3,1	3,2
Taxa de desemprego	6,0	7,3	7,1	6,8	8,5	11,5	13,0	12,4	11,6	10,6
INDICADORES EXTERNOS (%)										
Balanço da conta corrente/PIB	(2,9)	(3,0)	(3,0)	(4,2)	(3,3)	(1,3)	(0,4)	(0,9)	(1,2)	(1,6)
Balanço da conta corrente/CARs	(24,1)	(25,2)	(25,2)	(37,0)	(24,7)	(10,0)	(2,9)	(6,5)	(9,3)	(12,3)
CARs/PIB	12,2	11,9	12,0	11,5	13,3	13,1	13,1	13,3	13,1	12,7
Balança comercial/PIB	1,1	0,7	0,0	(0,3)	1,0	2,5	3,3	2,8	2,4	1,9
IED líquido/PIB	3,3	3,3	2,2	2,9	3,4	3,6	3,4	3,4	3,1	2,8
Entrada de capital do portfólio	0,6	(0,1)	0,2	0,4	0,5	0,6	(0,3)	0,0	0,0	0,0

líquido/PIB										
Necessidades de financiamento externo brutas/CARs mais reservas utilizáveis	80,9	69,3	69,3	73,1	72,1	64,5	61,2	60,4	59,2	60,3
Dívida externa líquida estreita/CARs	(2,4)	(2,1)	3,3	30,5	9,6	(0,6)	(7,1)	(1,7)	3,6	8,2
Dívida externa líquida estreita/CAPs	2,1	1,7	(2,9)	(25,2)	(9,0)	0,5	7,1	1,6	(3,3)	(7,3)
Passivos externos líquidos/CARs	256,2	270,3	243,3	250,5	156,4	257,2	257,4	264,8	269,5	273,1
Dívida externa de curto prazo a vencer/CARs	29,5	27,0	31,0	29,2	56,3	52,5	41,3	37,6	30,6	28,8
Reservas utilizáveis/CAPs (meses)	8,7	11,5	12,0	11,2	14,5	16,6	15,8	15,6	15,0	14,3
Reservas utilizáveis (US\$ mi)	352.057	373.161	358.810	363.556	356.470	364.987	382.704	387.704	392.704	397.704
INDICADORES FISCAIS (% , Governo geral)										
Balanço/PIB	(2,5)	(2,3)	(3,0)	(6,0)	(10,2)	(9,0)	(8,3)	(7,8)	(6,9)	(6,0)
Variação na dívida líquida/PIB	3,5	3,9	2,2	9,7	6,7	4,8	9,4	8,5	7,8	7,0
Balanço primário/PIB	2,9	2,1	1,7	(0,6)	(2,0)	(2,6)	(2,1)	(2,0)	(1,5)	(0,9)
Receita/PIB	37,6	36,7	36,8	35,2	34,7	35,0	35,1	34,9	34,7	34,7
Gastos/PIB	40,1	38,9	39,8	41,2	44,9	44,0	43,4	42,6	41,7	40,7
Juros/Receitas	14,2	12,0	12,5	15,1	23,9	18,3	17,6	16,6	15,6	14,7
Dívida/PIB	51,3	53,7	51,5	56,3	65,5	70,0	75,9	80,3	83,3	85,2
Dívida/Receita	136,3	146,4	140,0	159,9	189,0	199,9	216,6	230,4	239,9	245,3
Dívida líquida/PIB	39,2	39,5	37,9	44,6	49,7	52,4	59,6	64,9	68,8	71,6
Ativos líquidos/PIB	12,1	14,2	13,6	11,7	15,8	17,5	16,3	15,4	14,5	13,6
INDICADORES MONETÁRIOS (%)										
Crescimento	6,6	5,4	6,2	6,3	9,0	8,7	3,4	3,6	4,0	4,0

do IPCA										
Crescimento do deflator do PIB	8,3	7,9	7,5	7,8	7,6	8,1	3,5	3,5	3,9	3,9
Taxa de câmbio, fim do período (ML/US\$)	1,86	2,04	2,35	2,66	3,90	3,26	3,31	3,35	3,40	3,40
Crescimento de outros ativos de instituições depositárias dentro do setor residente privado	18,7	16,4	14,1	12,1	7,9	(3,7)	(0,7)	5,0	6,7	9,2
Outros créditos de instituições depositárias para residentes do setor privado / PIB	55,2	58,4	60,2	62,3	64,8	59,8	56,8	56,4	56,5	58,0
Crescimento efetivo real da taxa de câmbio	3,5	(10,0)	(5,6)	(0,9)	(15,7)	6,8	N/A	N/A	N/A	N/A

Observações: A poupança é definida como investimentos mais o superavit (deficit) em conta corrente. O investimento é definido como gastos com bens de capital, incluindo instalações, equipamentos e moradia, mas a variação dos estoques. Bancos são outras corporações depositárias além do banco central, cujos passivos são incluídos na definição nacional de agregados monetários (*broad money*). Necessidades de financiamento externo bruto são definidas como pagamentos em conta corrente mais dívida externa de curto prazo ao fim do exercício anterior, mais depósitos de não residentes ao fim do exercício anterior, mais vencimentos de dívida externa de longo prazo no ano. A dívida externa líquida estreita é definida como o estoque de empréstimos dos setores público e privado em moeda estrangeira e local oriundos de não residentes, menos reservas oficiais, menos ativos líquidos públicos detidos por não residentes, menos empréstimos ao setor financeiro a, depósitos ou investimentos em entidades não residentes. Um número negativo indica empréstimo externo líquido. Os dados e índices acima foram calculados pela S&P Global Ratings, com base em fontes nacionais e internacionais, refletindo nossa visão independente da tempestividade, cobertura, acuidade, credibilidade e utilidade das informações disponíveis. p – Projeção. ML - Moeda local. CAR (*current account receipts*) - Ingressos em conta corrente. IED - Investimento estrangeiro direto. CAPs (*current account payments*) - Pagamentos em conta corrente. N/A – Não aplicável.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

República Federativa do Brasil	
Principais fatores de rating	Avaliação
Avaliação institucional	4
Avaliação econômica	5
Avaliação externa	3
Avaliação fiscal: flexibilidade e desempenho	6
Avaliação fiscal: carga de endividamento	6
Avaliação monetária	3

Observação: A análise da S&P Global Ratings da qualidade creditícia soberana baseia-se em sua avaliação e classificação de cinco principais fatores de rating: (i) avaliação institucional; (ii) avaliação econômica; (iii) avaliação externa; (iv) a média da flexibilidade fiscal e do desempenho e a carga de endividamento; e (v) a avaliação monetária. Cada um desses fatores é avaliado em um continuum que varia de 1 (mais forte) a 6 (mais fraco). A “Metodologia de Ratings Soberanos” da S&P Global Ratings, publicada em 18 de dezembro de 2017, detalha como obtemos e combinamos as avaliações para então determinarmos o rating soberano em moeda estrangeira. De acordo com essa metodologia, uma mudança em uma avaliação não resulta, em todos os casos, em uma mudança no rating, e uma mudança no rating não se baseia necessariamente nas mudanças em uma ou mais das avaliações. Ao determinar o rating final, o comitê pode se valer da flexibilidade estabelecida nos parágrafos 15 e 126-128 da referida metodologia.

LISTA DE RATINGS

Ratings Rebaixados; Ação de Perspectiva

República Federativa do Brasil

Ratings de Crédito Soberanos

Escala Global	De	Para
Moeda estrangeira longo prazo	BB/Negativa	BB-/Estável
Moeda local longo prazo	BB/Negativa	BB-/Estável

<i>Senior Unsecured</i>	BB	BB-
-------------------------	----	-----

República Federativa Do Brasil

Ratings Reafirmados; Ação de Perspectiva

Ratings de Crédito Soberanos	De	Para
Moeda estrangeira curto prazo	--/--/B	--/--/B
Moeda local curto prazo	--/--/B	--/--/B
Escala Nacional Brasil	brAA-/Negativa/--	brAA-/Estável/--

<i>Senior Unsecured</i>	brAA-	brAA-
-------------------------	-------	-------

Rebaixada	De	Para
Avaliação de Transferência & Conversibilidade	BBB-	BB+

EMISSOR	DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL	DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING
---------	--------------------------------------	---------------------------------

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL

Ratings de Crédito Soberanos

Escala global		
Moeda estrangeira longo prazo	01 de dezembro de 1994	15 de agosto de 2017
Moeda estrangeira curto prazo	02 de abril de 1997	15 de agosto de 2017
Moeda local longo prazo	19 de junho de 1996	15 de agosto de 2017
Moeda local curto prazo	02 de abril de 1997	15 de agosto de 2017
Escala Nacional Brasil Longo prazo	07 de março de 2000	15 de agosto de 2017

Certos termos utilizados neste relatório, particularmente certos adjetivos usados para expressar nossa visão sobre os fatores que são relevantes para os ratings, têm significados específicos que lhes são atribuídos em nossos critérios, por isso devem ser lidos em conjunto com tais critérios. Por favor, veja os critérios de rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Metodologia de ratings soberanos](#), 18 de dezembro de 2017
- [Tabelas de mapeamento das escalas nacionais e regionais da S&P Global Ratings](#), 14 de agosto de 2017
- *General Criteria: Methodology For Linking Long-Term And Short-Term Ratings*, 7 de abril de 2017
- [Ratings de Crédito nas Escalas Nacionais e Regionais](#), 22 de setembro de 2014
- [Metodologia para determinar a avaliação de transferência e conversibilidade](#), 18 de maio de 2009
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009

Artigos

- *Global Sovereign Rating Trends 2018*, 10 de janeiro de 2018
- *Sovereign Rating History*, 5 de janeiro de 2018
- *Banking Industry Country Risk Assessment Update: January 2018*, 4 de janeiro de 2018
- [Ratings 'BB/B' e 'brAA-' do Brasil removidos do CreditWatch negativo e reafirmados; perspectiva é negativa em razão dos atuais desafios políticos](#), 15 de agosto de 2017
- *2016 Sovereign Ratings Update: Outlook and CreditWatch Resolutions*, 18 de abril de 2017
- *2016 Annual Sovereign Default Study and Rating Transitions*, 3 de abril de 2017
- *Sovereign Risk Indicators*. Uma versão interativa está disponível em www.spratings.com/sri
- [Avaliação do Risco da Indústria Bancária \(BICRA\): Brasil](#), 22 de março de 2017
- *Sovereign Debt 2017: Global Borrowing To Drop By 4% To US\$6.8 Trillion*, 23 de fevereiro de 2017

Em conformidade com nossas políticas e procedimentos aplicáveis, o Comitê de Rating foi composto por analistas qualificados para votar no comitê, com experiência suficiente para expressar o nível apropriado de conhecimento e entendimento da metodologia aplicável (veja "Critérios e Artigos Relacionados"). No início do comitê, o líder do comitê (chair) confirmou que a informação fornecida ao Comitê de Rating pelo analista principal havia sido distribuída de forma pontual e era suficiente para os membros do Comitê tomarem uma decisão fundamentada.

Após o analista principal realizar os comentários iniciais e explicar a recomendação, o Comitê discutiu os principais fatores de rating e as questões críticas em conformidade com o critério aplicável. Fatores de risco qualitativos e quantitativos foram considerados e discutidos, observando o histórico e projeções.

O comitê concordou que a avaliação institucional deteriorou-se. Todos os outros fatores importantes de rating permanecem inalterados.

O chair assegurou que todo membro votante teve a oportunidade de articular sua opinião. O chair ou seu designado revisou o relatório preliminar para assegurar consistência com a decisão do Comitê. As visões e as decisões do Comitê de Rating são resumidas nos Fundamentos e Perspectiva acima. A ponderação de todos os fatores de rating está descrita na metodologia usada nesta ação de rating (veja a Seção "Critérios e Artigos Relacionados").

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS ADICIONAIS

Outros serviços fornecidos ao emissor

Não há outros serviços prestados a este emissor, clique [aqui](#) para mais informações.

Atributos e limitações do rating de crédito

A S&P Global Ratings utiliza informações em suas análises de crédito provenientes de fontes consideradas confiáveis, incluindo aquelas fornecidas pelo emissor. A S&P Global Ratings não realiza auditorias ou quaisquer processos de *due diligence* ou de verificação independente da informação recebida do emissor ou de terceiros em conexão com seus processos de rating de crédito ou de monitoramento dos ratings atribuídos. A S&P Global Ratings não verifica a completude e a precisão das informações que recebe. A informação que nos é fornecida pode, de fato, conter imprecisões ou omissões que possam ser relevantes para a análise de crédito de rating.

Em conexão com a análise deste (s) rating (s) de crédito, a S&P Global Ratings acredita que há informação suficiente e de qualidade satisfatória de maneira a permitir-lhe ter uma opinião de rating de crédito. A atribuição de um rating de crédito para um emissor ou emissão pela S&P Global Ratings não deve ser vista como uma garantia da precisão, completude ou tempestividade da (i) informação na qual a S&P Global Ratings se baseou em conexão com o rating de crédito ou (ii) dos resultados que possam ser obtidos por meio da utilização do rating de crédito ou de informações relacionadas.

Fontes de informação

Para atribuição e monitoramento de seus ratings a S&P Global Ratings utiliza, de acordo com o tipo de emissor/emissão, informações recebidas dos emissores e/ou de seus agentes e conselheiros, inclusive, balanços financeiros auditados do Ano Fiscal, informações financeiras trimestrais, informações corporativas, prospectos e outros materiais oferecidos, informações históricas e projetadas recebidas durante as reuniões com a administração dos emissores, bem como os relatórios de análises dos aspectos econômico-financeiros (MD&A) e similares da entidade avaliada e/ou de sua matriz. Além disso, utilizamos informações de domínio público, incluindo informações publicadas pelos reguladores de valores mobiliários, do setor bancário, de seguros e ou outros reguladores, bolsas de valores, e outras fontes públicas, bem como de serviços de informações de mercado nacionais e internacionais.

Aviso de ratings ao emissor

O aviso da S&P Global Ratings para os emissores em relação ao rating atribuído é abordado na política [“Notificações ao Emissor \(incluindo Apelações\)”](#).

Frequência de revisão de atribuição de ratings

O monitoramento da S&P Global Ratings de seus ratings de crédito é abordado em:

- [Descrição Geral do Processo de Ratings de Crédito \(seção de Revisão de Ratings de Crédito\)](#)
- [Política de Monitoramento](#)

Conflitos de interesse potenciais da S&P Global Ratings

A S&P Global Ratings publica a lista de conflitos de interesse reais ou potenciais em “[Conflitos de Interesse — Instrução N° 521/2012, Artigo 16 XII](#)” seção em www.standardandpoors.com.br.

Faixa limite de 5%

A S&P Global Ratings Brasil publica em seu Formulário de Referência apresentado em http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/regulatory/disclosures o nome das entidades responsáveis por mais de 5% de suas receitas anuais.

Copyright© 2018 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A, QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais, ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (due diligence) ou de verificação independente de qualquer informação que receba.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus sites na www.standardandpoors.com (gratuito), e www.ratingsdirect.com e www.globalcreditportal.com (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em www.standardandpoors.com/usratingsfees.

Austrália

Standard & Poor's (Austrália) Pty. Ltd. conta com uma licença de serviços financeiros número 337565 de acordo com o Corporations Act 2001. Os ratings de crédito da Standard & Poor's e pesquisas relacionadas não tem como objetivo e não podem ser distribuídas a nenhuma pessoa na Austrália que não seja um cliente pessoa jurídica (como definido no Capítulo 7 do Corporations Act).