

# Relatório de Acompanhamento Fiscal

17 DE OUTUBRO DE 2024 • Nº 93

## DESTAQUES

- Dívida Bruta alcançou 78,5% do PIB até agosto de 2024 e deve fechar o ano em 80,0%.
- Relação Dívida Bruta do Governo Geral/ PIB tem viés de alta e pode alcançar 82,2% em 2025 e 84,1% em 2026.
- Grau de endividamento público vai crescer 12,4 p.p. nos quatro anos do presente mandato presidencial. Em dezembro de 2022, chegou a 71,7% do PIB.
- O crescimento da dívida até agosto deve-se em 5,2 p.p. pela elevação dos juros e em 1,4 p.p. pelas emissões primárias líquidas.
- A Moody's Ratings elevou a classificação de risco do Brasil, mas Fitch Ratings e Standard & Poor's não acompanharam o movimento de reavaliação da posição brasileira. Entenda as diferenças metodológicas e as motivações das três principais agências internacionais de classificação de risco.
- Incertezas fiscais dificultam a obtenção do grau de investimento.
- Nível de endividamento brasileiro está na média dos países da Zona do Euro, inferior aos países desenvolvidos do G7, mas bem acima dos países emergentes e da América Latina e Caribe.



**SENADO FEDERAL**

**Presidente do Senado Federal**

Senador Rodrigo Pacheco (PSD-MG)

**INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE**

**Diretor-Executivo**

Marcus Vinícius Caetano Pestana da Silva

**Diretor**

Alexandre Augusto Seijas de Andrade

**Analistas**

Alessandro Ribeiro de Carvalho Casalecchi

Eduardo Jacomo Seraphim Nogueira

Pedro Henrique Oliveira de Souza

Rafael da Rocha Mendonça Bacciotti

**Assessora de Comunicação**

Carmensita Corso

**Estagiários**

Gabriela Borges de Mello Leal

Lucas Vinícius Penha Martins Bomfim Leal

Márcio Eduardo Fernandes Domingos

**Secretária executiva**

Thuane Vieira Rocha

**Layout do relatório**

COMAP/SECOM e SEFPRO/SEGRAF



## Dívida pública: principal termômetro da saúde fiscal

A Instituição Fiscal Independente (IFI) apresenta seu Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF), número 93, relativo a outubro de 2024.

Neste mês, o foco de nossas análises concentra-se no principal indicador fiscal de médio e longo prazos: a relação entre dívida pública e Produto Interno Bruto (PIB), como termômetro da saúde fiscal do país e da sustentabilidade do processo de endividamento.

Inicialmente a IFI explicita sua metodologia de apuração do deflator do PIB, vetor essencial para a projeção do PIB Nominal, fundamental para a definição da relação Dívida/PIB. A IFI parte de uma análise comparativa entre deflator do PIB, o Índice Nacional dos Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e o Índice Geral de Preços ao Consumidor – Disponibilidade Interna (IGP-DI). Isto justifica pequenas divergências com as projeções feitas pela Secretaria de Política Econômica (SPE) do Ministério da Fazenda e pelo boletim Prisma Fiscal. **(Página 4)**

O RAF 93 realça que a Dívida Bruta do Governo Geral (DGBB), calculada pelo Banco Central do Brasil, que espelha o endividamento não só do Governo Federal, mas também dos entes subnacionais, atingiu 78,5% do PIB, em agosto de 2024. A projeção da IFI é que fecharemos o ano com a relação DGBB/PIB em 80%, com viés de alta para os anos seguintes: 82,2% em 2025 e 84,1% em 2026. A dívida que era de 71,7% do PIB, em dezembro de 2022, crescerá 12,4 p.p. nos quatro anos do presente mandato presidencial.

O crescimento da dívida, fica aqui demonstrado, resulta da não geração de superávits primários, da elevação dos juros e das emissões primárias líquidas de dívida pelo Tesouro Nacional. O aumento da dívida até agosto de 2024 teve a contribuição da elevação de juros de 5,2 p.p. e 1,4 p.p. das emissões líquidas. O RAF 93 discute ainda a gestão da dívida pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e a composição interna da dívida por vinculação com a SELIC, índices de preços, câmbio e títulos pré-fixados. **(Página 6)**

Pela importância deste sinalizador para a análise sobre a saúde fiscal e a consistência, a médio e longo prazos, das estratégias da política econômica, o RAF 93 analisa também as razões que levaram a Moody's Ratings, uma das principais agências internacionais de classificação de risco, a recentemente elevar o status da avaliação de risco do Brasil.

As duas outras grandes agências congêneres, a Fitch Ratings e a Standard & Poors, já anunciaram que não pretendem acompanhar o movimento da Moody's na reclassificação do risco Brasil.

O RAF 93 mergulha na análise das diferenças metodológicas entre a Standard, a Fitch e a Moody's, para avaliação de risco de um país. Assim como entre os distintos métodos utilizados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), que orienta as séries comparativas internacionais, e pelo Banco Central Brasileiro, na apuração da relação dívida/PIB.

As séries comparativas internacionais sobre a relação dívida pública e Produto Interno Bruto demonstram que embora o Brasil esteja nivelado com a média dos países da Zona do Euro e tenha um endividamento menor que os países desenvolvidos do G7, tem uma relação Dívida/PIB bastante superior à média dos países emergentes e os da América Latina e Caribe. A isso deve-se a relevância e o destaque que a discussão sobre a sustentabilidade do processo de endividamento brasileiro tem obtido. **(Página 12)**

Por último, em nome da Instituição Fiscal Independente, gostaríamos de agradecer profundamente a contribuição, a competência e a dedicação emprestadas à IFI, nos últimos 38 meses, pela economista Vilma Pinto, que deixa agora nossa diretoria para assumir relevante cargo na assessoria econômica da vice-presidência da República.

Boa leitura!

**Marcus Pestana**  
*Diretor-Executivo da IFI*

**Alexandre Andrade**  
*Diretor da IFI*

## Evolução e perspectiva do deflator do PIB

Rafael Bacciotti

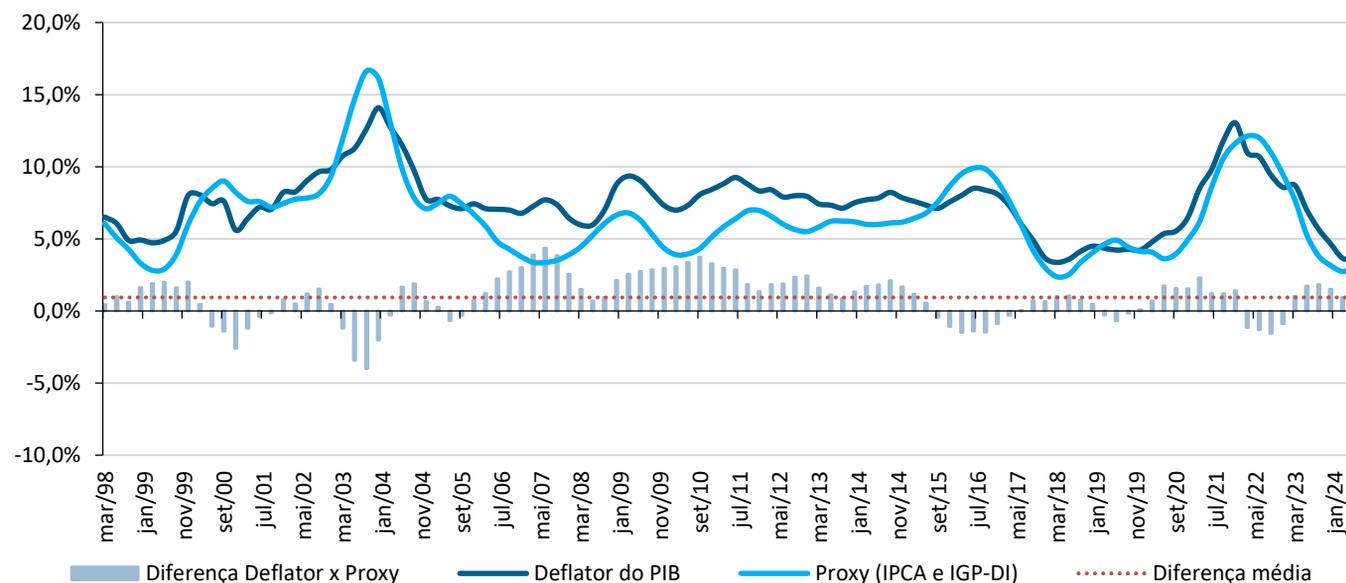
*Este texto examina a evolução recente do deflator do PIB, apresenta as premissas subjacentes às projeções da IFI para 2024 e 2025, e traz comparações entre as projeções do PIB nominal da IFI, da Secretaria de Política Econômica (SPE) e do Relatório Prisma Fiscal.*

A divulgação das Contas Nacionais Trimestrais pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) indicou que o produto interno bruto (PIB) atingiu R\$ 2,888 trilhões em valores correntes, somando R\$ 11,174 trilhões no acumulado de quatro trimestres encerrados em junho de 2024. Em relação ao mesmo período do ano anterior, o PIB nominal, que reflete o valor monetário da produção interna, aumentou 6,2%. Na mesma comparação, o PIB real (em volume) e o deflator implícito mostraram variações de 2,5% e 3,6%, respectivamente.

O deflator do PIB, calculado pela relação entre o PIB nominal (ou PIB a preços correntes) e o PIB real (ou PIB a preços constantes), mede de forma implícita as variações nos preços de bens e serviços produzidos no país. Acompanhar a evolução do deflator do PIB é importante para desenvolver as projeções do PIB nominal<sup>1</sup> e para avaliar indicadores fiscais expressos como proporção do PIB nominal, como a dívida pública.

A projeção da IFI para o deflator do PIB no curto prazo é feita por meio da análise comparativa entre o deflator do PIB, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI). O Gráfico apresenta a evolução do deflator do PIB em comparação com a *proxy* construída através de uma média ponderada<sup>2</sup> das variações do IPCA e do IGP-DI.

GRÁFICO 1. ÍNDICES DE PREÇOS: VARIAÇÃO MÉDIA (4 TRIMESTRES EM RELAÇÃO AOS 4 TRIMESTRES ANTERIORES)



Elaboração: IFI, a partir de dados do IBGE.

<sup>1</sup> Conforme a equação:  $PIB\ nominal_t = PIB\ nominal_{t-1} * (1 + \Delta\% \text{ PIB em volume}_t) * (1 + \Delta\% \text{ Deflator do PIB}_t)$ , onde  $\Delta\%$  indica a variação percentual.

<sup>2</sup> Os pesos do IPCA e do IGP-DI foram estimados pela IFI por meio de uma regressão, utilizando as variações médias do deflator implícito do PIB, do IPCA e do IGP-DI.

O IPCA, que reflete o aumento do custo de vida sob a perspectiva dos consumidores, apresenta boa correlação com o deflator do PIB, dado que o consumo das famílias representa uma parte significativa do PIB na ótica da despesa (63% no segundo trimestre de 2024). A escolha do IGP-DI, por sua vez, justifica-se pela sua maior abrangência, pois mede as variações de preços no atacado (incluindo produtos agropecuários e industriais), no varejo (considerando o custo de vida das famílias) e na construção civil (materiais, mão de obra e serviços).

Historicamente, o deflator do PIB apresenta taxas mais elevadas do que o IPCA, por razões discutidas na Nota Técnica nº 18<sup>3</sup> da IFI. Entre 1997 e 2023, a taxa de variação do deflator do PIB foi, em média, 7,5% ao ano, superando o IPCA em 1,3 ponto percentual (p.p.).

No mesmo período, a diferença entre o deflator e a variável construída a partir do IPCA e do IGP-DI é um pouco menor, de 1,0 p.p. Vale destacar que, no segundo trimestre de 2024, essa diferença foi de 0,6 p.p., inferior à observada nos trimestres anteriores: primeiro trimestre de 2024 (0,9 p.p.), quarto trimestre de 2023 (1,5 p.p.), terceiro trimestre de 2023 (1,8 p.p.), segundo trimestre de 2023 (1,7 p.p.) e primeiro trimestre de 2023 (1,0 p.p.).

A projeção para o deflator do PIB apresentada no RAF de setembro<sup>4</sup> aponta para uma variação de 3,7%, em 2024, e de 3,9%, em 2025. Imaginemos que, nesse horizonte, a diferença entre o deflator do PIB e a média ponderada do IPCA e do IGP-DI continuará diminuindo, em linha com a tendência observada nos trimestres anteriores. Assim, para 2024 e 2025, o deflator do PIB deve evoluir em consonância com os índices de preços.

A Tabela 1 apresenta as projeções da IFI para o PIB nominal (em bilhões de reais) e as taxas de variação (PIB nominal, PIB real e deflator), comparadas com os números mais recentes da Secretaria de Política Econômica<sup>5</sup> e do Relatório Prisma Fiscal<sup>6</sup>, produzido pela SPE para monitorar as expectativas de mercado quanto a métricas fiscais.

**TABELA 1. PROJEÇÕES PARA O PIB NOMINAL: IFI, SPE E PRISMA FISCAL**

	2024	2025	2024	2025	2024	2025
	IFI		SPE		Prisma Fiscal	
PIB nominal (R\$ bilhões)	11.579	12.249	11.618	12.492	11.607	12.361
PIB nominal - Var. (%)	6,7%	5,8%	7,0%	7,5%	6,9%	6,5%
PIB real - Var. (%)	2,8%	1,8%	3,2%	2,5%	2,4%	1,8%
<b>Deflator do PIB - Var. (%)</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,6%</b>
IPCA - Var. (%)	4,4%	3,7%	4,3%	3,4%	-	-
IGP-DI - Var. (%)	4,5%	4,0%	3,8%	3,8%	-	-

Fonte: IFI e SPE.

Observa-se que as projeções para o nível do PIB nominal em 2024 são relativamente próximas, com maiores divergências surgindo em 2025. Em relação aos números do Prisma, a diferença, na comparação com a IFI, deve-se principalmente ao deflator. Comparando-se a SPE com a IFI, as discrepâncias decorrem tanto do crescimento do PIB real quanto do deflator.

<sup>3</sup> Em linhas gerais, a taxa de variação do deflator do consumo das famílias – calculado a partir de uma cesta mais restrita que o PIB – tende a superar a taxa registrada pelo IPCA em cerca de 1,0 p.p. Embora esses índices sejam conceitualmente semelhantes, uma parte significativa da diferença histórica entre o deflator do consumo das famílias e o IPCA se deve a um efeito de escopo, especialmente relacionado a itens como aluguel imputado e serviços de intermediação financeira indiretamente medidos. Esses itens fazem com que a estrutura do consumo nas Contas Nacionais seja diferente daquela observada na Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) e no IPCA, que considera apenas os custos com aluguel efetivo e tarifas de serviços bancários. Para mais informações, acesse a Nota Técnica nº 18: <https://tinyurl.com/4arw5r48>.

<sup>4</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/4ptvy5um>.

<sup>5</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/mam8fvxm>.

<sup>6</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/4bj2v2wp>.

## Considerações sobre a trajetória recente da dívida bruta e de seus condicionantes

Alexandre Andrade

*A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) reverteu a tendência de queda observada até o fim de 2022 e passou a subir em 2023, tendo alcançado 78,5% do PIB em agosto de 2024. De acordo com os condicionantes da dívida bruta, essa elevação do endividamento ocorreu em razão (i) das menores contribuições do PIB nominal, (ii) do comportamento da despesa de juros e (iii) das emissões líquidas de dívida, principalmente. A perspectiva de realização de déficits fiscais pelo setor público nos próximos anos e a taxa real de juros mantida em nível relativamente elevado contribuirão para que a dívida mantenha tendência de alta.*

### Considerações iniciais

O objetivo do presente texto é discutir a evolução recente da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG)<sup>7</sup>, calculada pelo Banco Central, sendo o indicador de endividamento mais utilizado pelos analistas para avaliação da sustentabilidade das contas públicas. Em setembro<sup>8</sup>, a IFI revisou a projeção para o indicador no curto prazo. As novas estimativas para a DBGG em 2024, 2025 e 2026 são, respectivamente, 80,0% do PIB, 82,2% do PIB e 84,1% do PIB.

No acumulado de 2024 até agosto, a DBGG registrou elevação de 4,1 pontos percentuais (p.p.) do PIB, alcançando 78,5% do PIB. Esse incremento ocorreu, principalmente, pelo aumento das necessidades de financiamento, especialmente o pagamento de juros nominais. Esta despesa, por sua vez, guarda relação com o acúmulo de déficits fiscais recorrentes no setor público, em particular no governo central, que inclui o Tesouro Nacional, a Previdência Social e o Banco Central.

Essa deterioração do endividamento bruto nos dois últimos anos e a perspectiva de piora adicional nos próximos contraria, de certa forma, as razões apresentadas pela agência de classificação de risco Moody's em relatório publicado<sup>9</sup> em 1º de outubro passado, no qual elevou a nota de crédito soberano do Brasil e manteve a perspectiva positiva.

### Evolução recente da dívida bruta e de seus condicionantes

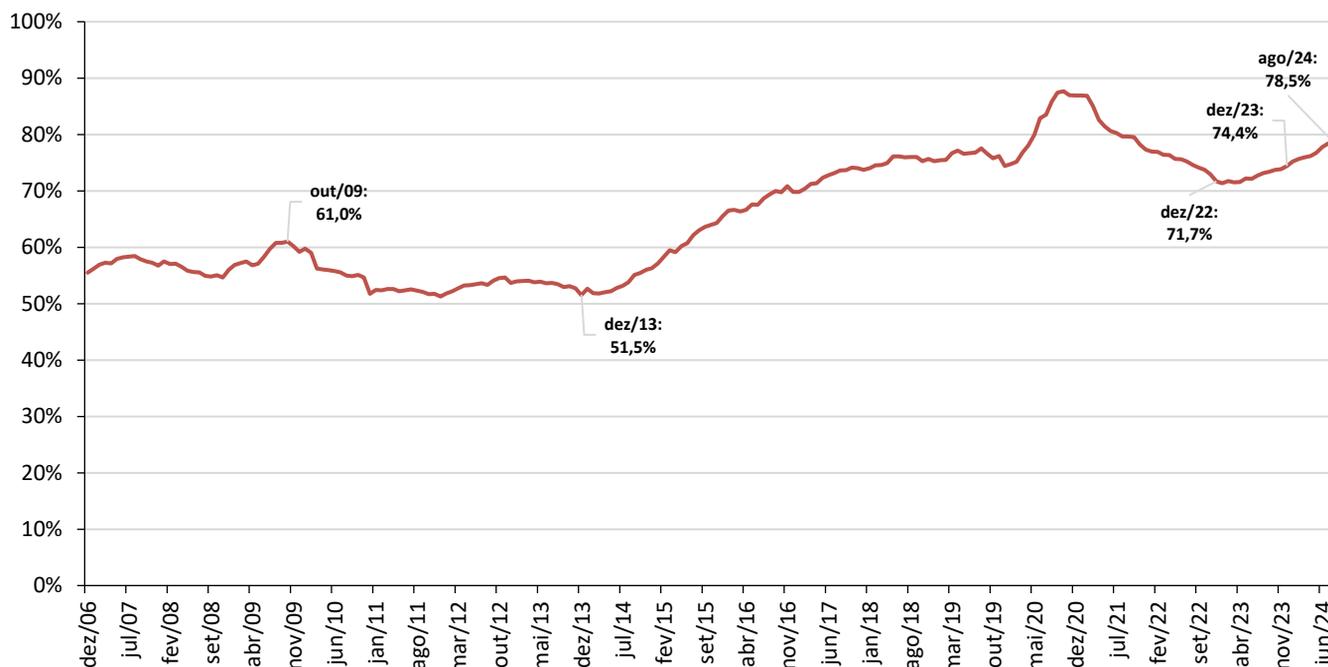
O Gráfico 2 apresenta a evolução recente da DBGG em proporção do PIB. A figura mostra a elevação do indicador a partir de 2023. A dívida passou de 71,7% do PIB, em dezembro de 2022, para 74,4% do PIB, em dezembro de 2023, e subiu a 78,5% do PIB, em agosto de 2024, último dado disponível. De dezembro de 2022 a agosto de 2024 a DBGG subiu 6,9 p.p. do PIB.

<sup>7</sup> Para uma melhor explicação sobre o indicador, ver o Estudo Especial (EE) nº 7, de outubro de 2018, disponível em: <https://tinyurl.com/27t26wvz>.

<sup>8</sup> Ver o RAF nº 92, de setembro de 2024, disponível em: <https://tinyurl.com/ifi-raf92-set24>.

<sup>9</sup> Link para notícia publicada na página do Ministério da Fazenda: <https://tinyurl.com/3za22mdf>. Aqui, link para o relatório da agência Moody's, em inglês: <https://tinyurl.com/muyn9xfz>.

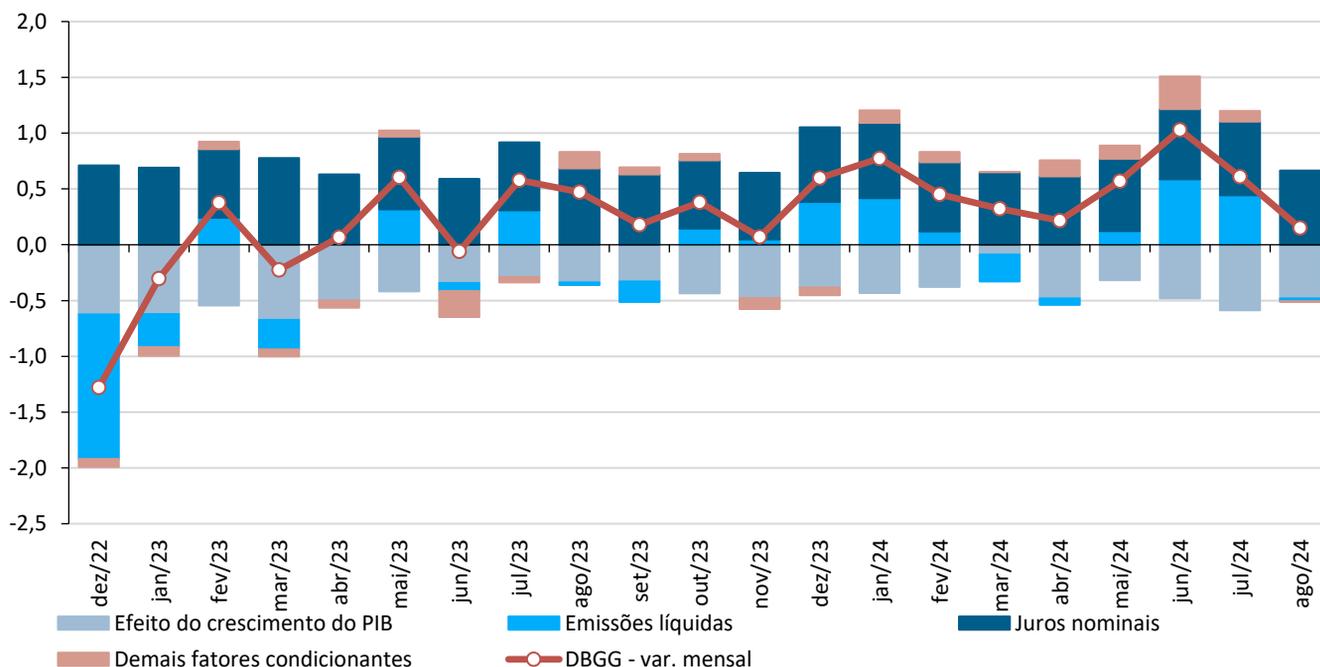
**GRÁFICO 2. DÍVIDA BRUTA DO GOVERNO GERAL (% DO PIB)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

O Gráfico 3, que contém a evolução mensal dos principais condicionantes da DBGG, em p.p. do PIB, ajuda a entender a trajetória de elevação assumida pelo indicador nos dois últimos anos. Ainda que o fato não esteja representado na figura, a redução observada na DBGG em 2021 e 2022 se deve, principalmente, ao efeito do aumento do PIB nominal, que contribuiu negativamente em 13,5 p.p. do PIB e 8,2 p.p. do PIB naqueles anos, nesta ordem.

**GRÁFICO 3. EVOLUÇÃO MENSAL DOS CONDICIONANTES DA DBGG (P.P. DO PIB)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Em 2023 e 2024, o efeito do crescimento do PIB nominal continuou a ser negativo, ou seja, a evolução do PIB fez reduzir a DBGG, embora as taxas tenham diminuído. Em 2023, o efeito do aumento do PIB para a DBGG foi negativo em 5,1 p.p. do PIB. Em 2024, no acumulado de oito meses, esse efeito foi negativo em 3,2 p.p. do PIB (efeitos mensais no Gráfico 3).

Além de uma menor contribuição do crescimento do PIB, a DBGG ficou mais pressionada em 2023 e 2024 pela evolução, principalmente, das necessidades de financiamento e, em menor medida, de outros fatores condicionantes, especialmente os ajustes cambiais. A despesa de juros, que havia contribuído para aumento de 5,5 p.p. do PIB, em 2021, e de 7,3 p.p., em 2022, aumentou sua contribuição para 7,5 p.p., em 2023 e, no acumulado de oito meses em 2024, já provocou impacto de 5,2 p.p. do PIB sobre o endividamento bruto. Por sua vez, as emissões líquidas de dívida, que exerceram contribuições negativas em 2021 e 2022, e positiva em 0,6 p.p. do PIB, em 2023, já contribuíram para a elevação da DBGG com 1,4 p.p. entre janeiro e agosto deste ano.

Em suma, explicam a trajetória de alta da DBGG, em proporção do PIB, entre 2023 e 2024<sup>10</sup>: (i) o menor efeito do crescimento do PIB sobre a dívida; (ii) o aumento das necessidades de financiamento (pagamento de juros e emissões líquidas de dívida); e (iii) os ajustes cambiais.

Também contribuem para a dinâmica do endividamento (i) o prazo médio de vencimento dos títulos e (ii) o custo médio da dívida. Idealmente, o governo busca alongar o vencimento da dívida para facilitar a gestão dessas obrigações. Na situação contrária, isto é, se a dívida for composta por obrigações que vencem em poucos meses, o governo fica mais exposto a variáveis não controladas, como a conjuntura internacional, caso precise renovar o endividamento. Por exemplo, em 2020, houve forte aumento de emissões de títulos com prazo de vencimento curto (de até um ano) em razão do aumento dos prêmios de risco pedidos pelos agentes nos leilões do Tesouro. Contribuíram para isso as incertezas na economia associadas à pandemia. A partir do segundo semestre de 2021, o Tesouro conseguiu voltar a alongar gradativamente o prazo médio dos títulos nas emissões.

Ainda em 2021 e 2022, foi possível ao Tesouro fazer a gestão da dívida sem recorrer a um volume elevado de emissões em razão de alguns fatores. Por exemplo, a reserva de liquidez foi usada para diminuir o volume de emissões, em função da entrada de receitas orçamentárias exclusivas para o pagamento de dívida pública, tais como: receitas de dividendos e concessões, o resultado operacional do BC, a desvinculação de recursos públicos e o retorno de operações de crédito. Algumas dessas receitas se viabilizaram em função da conjuntura internacional mais favorável. Em 2021 e 2022, houve um “mini boom” de commodities que impulsionou a atividade econômica doméstica e as receitas governamentais, entre as quais, as de dividendos e de exploração de recursos naturais.

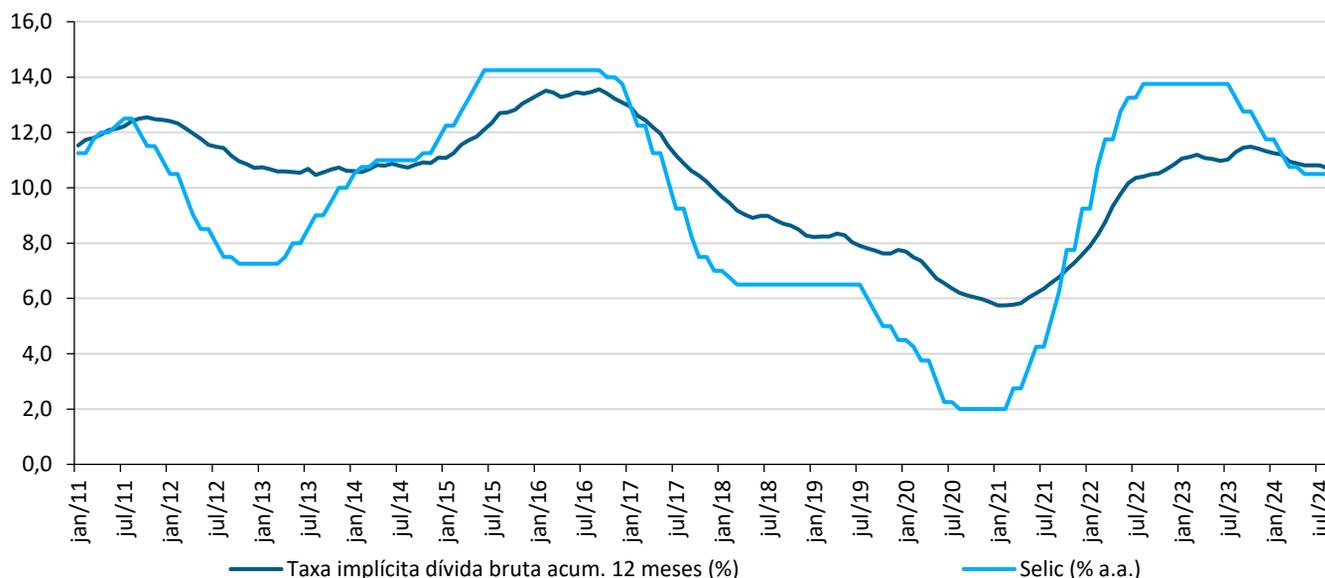
O custo médio da dívida é outra variável relevante para a sustentabilidade fiscal. Trata-se do valor médio anual que o governo paga para rolar a dívida, incluindo os juros e as amortizações. O Banco Central calcula e divulga a taxa implícita da dívida bruta, que é influenciada pela composição do estoque da dívida, pelo comportamento das taxas de juros internas e externas, pela inflação e pela percepção de risco por parte dos compradores de títulos.

O Gráfico 4 apresenta a taxa implícita da dívida bruta acumulada em 12 meses e a taxa Selic (meta) para o ano. Percebe-se que as duas curvas caminham próximas uma da outra. A taxa implícita da DBGG registrou 10,71% a.a. em agosto, ante 10,81% a.a. em julho. Com o início de um ciclo de elevação da Selic em setembro, provavelmente a taxa implícita da dívida subirá nos próximos meses. Reforça essa percepção a composição recente da dívida pública.

---

<sup>10</sup> Para um maior detalhamento, ver a Tabela 8 do já referenciado RAF nº 92, de setembro de 2024.

**GRÁFICO 4. TAXA IMPLÍCITA DA DÍVIDA BRUTA ACUMULADA EM 12 MESES (%) E TAXA SELIC - META (% AO ANO)**

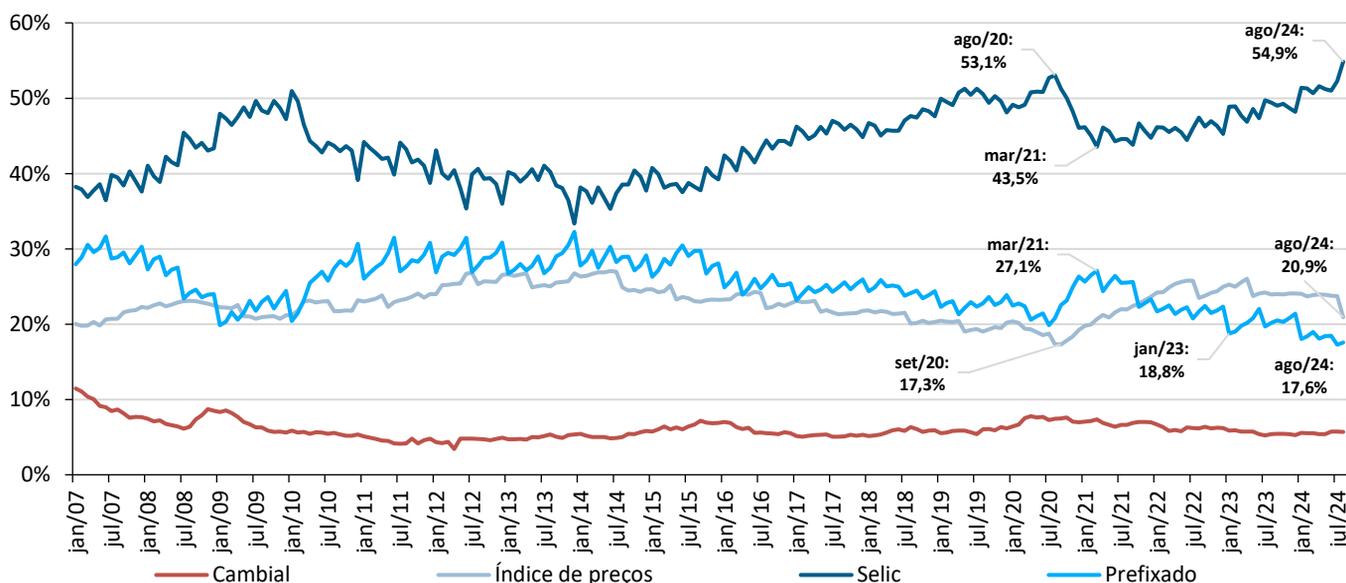


Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Ainda de acordo com dados do Banco Central, relativos à participação dos títulos (diferenciados por indexador) na DBGG, a trajetória da proporção de títulos pós-fixados (remunerados pela Selic) é de elevação desde 2021, ao passo que os títulos prefixados perderam relevância desde então. Os títulos remunerados por índices de preços têm permanecido estáveis ao redor de 24% na DBGG. Vale ressaltar que, em agosto, essa participação recuou para 20,9% em razão do resgate de um volume grande de títulos de vencimento no mesmo mês, em 2024. Essas informações podem ser visualizadas no Gráfico 5.

O aumento da parcela relativa de títulos remunerados por Selic na composição da DBGG reflete a preferência dos agentes pela liquidez. O contexto de elevação da taxa básica de juros (Selic) e de aumento das incertezas no ambiente econômico faz os agentes preferirem títulos pós-fixados nos leilões do Tesouro.

**GRÁFICO 5. PARTICIPAÇÃO DOS TÍTULOS POR INDEXADOR NA DBGG (%)**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

A preferência dos financiadores da dívida pública por títulos atrelados à Selic fez o Tesouro revisar, em agosto passado, o Plano Anual de Financiamento de 2024 (PAF 2024), estabelecendo novos limites de referência para a composição da Dívida Pública Federal (DPF)<sup>11</sup>. Vale destacar que há diferenças metodológicas entre a apuração da DPF, calculada e divulgada pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN), e o cômputo da DBGG, apurada pelo Banco Central<sup>12</sup>. Ou seja, os novos limites de referência fixados no PAF 2024 indicam uma expectativa do Tesouro de continuidade do movimento de elevação da participação de títulos remunerados por Selic na DPF (a DBGG abarca, além da DPF, as dívidas de estados, municípios, dívidas bancárias dos entes, entre outros componentes).

### Considerações sobre o relatório da agência Moody's

Em linhas gerais, o relatório divulgado em 1º de outubro passado pela agência Moody's melhorou a nota de crédito soberano do Brasil e manteve a perspectiva positiva. Assim, o Brasil ficou a um nível de obter grau de investimento nessa agência de classificação de risco de crédito.

No referenciado RAF nº 92, de setembro de 2024, a IFI revisou os cenários macroeconômicos e fiscais de curto prazo. No ambiente macroeconômico, foi realizada mudança na estimativa de crescimento da economia brasileira em 2024, de 2,0% para 2,8%, embora as projeções para o crescimento de 2025 e 2026 tenham ficado praticamente inalteradas em função dos efeitos dos juros mais elevados sobre a atividade econômica doméstica. No médio prazo (horizonte de 2026 a 2034), a IFI estima que o crescimento real médio será de 2,2%, considerado o potencial da economia brasileira.

Naquele RAF, também foi incorporado ao cenário o ciclo de elevação da Selic iniciado pelo Banco Central em setembro, o que fará subir o juro real deste ano e do próximo, produzindo efeitos sobre a trajetória da dívida bruta. Essa ligeira alta na taxa real de juros e as novas estimativas de resultado primário do setor público consolidado levaram à piora das projeções da IFI para a DBGG neste ano e nos dois seguintes. No final de 2024, a DBGG deverá se situar em 80,0% do PIB.

No relatório da Moody's, a agência justificou a melhora da nota de crédito brasileira em função: (i) da performance de crescimento mais robusta no período recente; e (ii) da implementação de reformas econômicas e fiscais nos últimos anos, que trouxeram resiliência para o perfil de risco de crédito. A agência ainda pontuou que a credibilidade do arcabouço fiscal, introduzido em 2023, ainda é moderada.

Como fator limitante para a nota de crédito soberana do Brasil, a Moody's mencionou riscos para o cumprimento das metas fiscais, em razão da rigidez orçamentária e do crescimento de despesas obrigatórias fora da regra do arcabouço.

Ainda que o crescimento real da economia brasileira tenha sido robusto de 2021 para cá (4,8% em 2021, 3,0% em 2022 e 2,9% em 2023), esse desempenho foi impulsionado por preços de commodities elevados, com a consequente melhora nos termos de troca da economia brasileira. Essas taxas de crescimento registradas nos últimos anos situam-se acima do crescimento potencial da economia estimado pela IFI (2,2%).

Além disso, como discutido no RAF nº 92, apesar de o desempenho das receitas primárias em 2024 ser positivo, o ritmo de crescimento das despesas primárias é maior que o das receitas, sobretudo (i) de grupos de despesa afetados pela nova regra de correção do salário-mínimo e (ii) de outros grupos, atrelados ao comportamento da receita corrente líquida e da receita líquida de impostos da União. Torna-se, portanto, difícil para o Executivo cumprir as metas fiscais definidas nas diretrizes orçamentárias. As projeções da IFI para o curto prazo, revisadas e apresentadas no RAF nº 92, indicam déficits primários do governo central neste ano, em 2025 e 2026.

---

<sup>11</sup> Para maiores informações, consultar o Relatório Mensal da Dívida de julho de 2024, disponível em: <https://tinyurl.com/stn-rmd-ago24>.

<sup>12</sup> Para melhor explicação a respeito, consultar o já referenciado EE nº 7, de outubro de 2018.

As projeções revisadas pela IFI para a DBGG indicam novos incrementos no indicador nos próximos anos em função da perspectiva de realização de déficits primários do setor público, especialmente no governo central. Considerando, ademais, as projeções mais recentes da IFI para o cenário fiscal no médio prazo, apresentadas no RAF nº 89<sup>13</sup>, de junho de 2024, a dívida bruta continuará subindo nos próximos anos no cenário base. Essa trajetória estimada para o endividamento indica os desafios associados à sustentabilidade das contas públicas no médio prazo.

---

<sup>13</sup> Link para acesso ao documento: <https://tinyurl.com/ifiraf89jun24>.

## Inconsistência da política fiscal segue como entrave para obtenção do grau de investimento

Eduardo Nogueira

*As agências de classificação de risco veem o Brasil com capacidade de absorver choques externos e manter um crescimento econômico moderado no curto prazo, mas alertam para a necessidade de enfrentar os desafios fiscais para garantir sustentabilidade a médio e longo prazo. A IFI destaca que a ausência de limites claros para o endividamento afeta a condução de uma política fiscal sustentável, mantendo o país em um nível elevado de dívida. Além disso, a IFI ressalta que, tanto a teoria econômica quanto a evidência empírica, mostram que o endividamento não pode crescer indefinidamente, exigindo a reversão dos desequilíbrios fiscais para evitar riscos à capacidade de pagamento da dívida.*

### Revisão do rating soberano do país reforça discussão sobre a condução da política fiscal

Em 1º de outubro de 2024 a agência Moody's Ratings (Moody's) elevou<sup>14</sup> a classificação de risco soberano ("rating")<sup>15</sup> do Brasil. A decisão ocorreu uma semana depois do encontro<sup>16</sup> do Presidente da República e de membros da equipe econômica do governo federal com representantes das principais agências de risco.

Com a decisão da Moody's, que melhorou a nota brasileira de Ba2 para Ba1, mantendo a perspectiva positiva, o Brasil está agora um nível abaixo do grau de investimento, segundo os critérios desta agência. Assim, dada a perspectiva positiva, é possível vislumbrar a volta da classificação do país como grau de investimento em curto prazo (em média, de 12 a 18 meses), posição que o país não ocupava desde 24 de fevereiro de 2016.

Essa elevação da nota ocorreu cinco meses após a revisão anterior, realizada em 1º de maio de 2024, que manteve<sup>17</sup> a nota de crédito, mas revisou a perspectiva para positiva, já indicando uma possível nova melhora do score de crédito em um horizonte de curto prazo. Assim, embora a melhoria da avaliação pudesse ser esperada, o curto lapso temporal entre as avaliações pode ter sido um fator de surpresa para os agentes econômicos.

O movimento de elevação da nota causou ruído entre analistas<sup>18</sup>, que discordam da avaliação da agência de risco Moody's, e a equipe econômica do governo federal, que concorda com a avaliação<sup>19</sup>. Outras grandes agências como a Fitch Ratings<sup>20</sup> (Fitch) e a Standard & Poor's<sup>21</sup> (S&P) já emitiram declarações no sentido de que não vislumbram mudança da nota no curto prazo.

A despeito das discussões sobre "quem está com a razão", que não são o objeto de análise deste texto, outros pontos relevantes sobre a condução da política fiscal, com vistas ao atingimento do grau de investimento, podem ser explorados.

---

<sup>14</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/52reb4f6>.

<sup>15</sup> De acordo com a Secretaria do Tesouro Nacional, a classificação de risco soberano é a nota dada por instituições especializadas em análise de crédito, chamadas agências classificadoras de risco, a um país emissor de dívida. Tais agências avaliam a capacidade e a disposição de um país em honrar, pontual e integralmente, os pagamentos de sua dívida. O *rating* é um instrumento relevante para os investidores, uma vez que fornece uma opinião independente a respeito do risco de crédito da dívida do país analisado. Disponível em: <https://tinyurl.com/56vd2ksn>.

<sup>16</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/4mwwdd2w>.

<sup>17</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/bdeav2bc>.

<sup>18</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/2s4xbtn4>.

<sup>19</sup> A posição da equipe econômica pode ser observada, por exemplo, na reunião de divulgação do Relatório do Tesouro Nacional de agosto. Disponível em: <https://tinyurl.com/57bb2p3j>.

<sup>20</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/5e5x7ca4>.

<sup>21</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/5fpujxmn>.

### Considerações sobre as metodologias adotadas pelas principais agências de classificação de risco

Inicialmente cabe destacar que a metodologia de avaliação do crédito soberano das três maiores agências de classificação de risco (Moody's Ratings<sup>22</sup>, Fitch Ratings<sup>23</sup> e Standard & Poor's<sup>24</sup>) é pública e está disponível na internet.

Embora existam diferenças significativas entre as metodologias adotadas pelas agências, em regra, a avaliação leva em consideração fatores quantitativos e qualitativos e adota uma perspectiva prospectiva. Ou seja, voltada para o futuro, considerando fatores passados, principalmente relativos ao não cumprimento de compromissos anteriores (“defaults”).

Outra convergência entre as metodologias é a avaliação de fatores políticos e econômicos, tanto estruturais quanto conjunturais, além da possibilidade de ponderações adicionais após a aplicação do modelo padrão. Logo, o resultado obtido pela mera aplicação dos fatores do modelo pode ser posteriormente ajustado conforme a avaliação final dos especialistas envolvidos no processo.

Como primeiro ponto de atenção e utilizando uma classificação didática que pode não corresponder exatamente à estrutura particular de cada agência, é possível notar que a análise dos fatores se baseia em cinco grandes áreas de avaliação: desempenho institucional, desempenho econômico, política monetária, política fiscal e contas externas.

As agências consideram o impacto das instituições e da governança pública no desempenho das políticas macroeconômicas do país, bem como a transparência pública, a responsabilidade dos agentes políticos, a cultura de pagamento da dívida e os riscos geopolíticos e de segurança interna e externa.

O desempenho econômico é outro fator de destaque, evidenciando o nível de renda do país e suas perspectivas de crescimento, a diversificação econômica e a resiliência a choques externos como elementos que influenciam a capacidade de endividamento do governo.

A análise da política monetária examina a independência e a capacidade da autoridade monetária de sustentar o poder da moeda e o crescimento econômico, além de mitigar choques econômicos ou financeiros. Esta avaliação é baseada no regime de câmbio, na credibilidade da política monetária (medida pelas tendências de inflação e pelo cumprimento das metas) e na capacidade dos mecanismos de mercado afetarem a economia real.

A avaliação da política fiscal observa a sustentabilidade dos déficits fiscais e do peso da dívida do país. Esta análise considera o desempenho e a flexibilidade orçamentária e fiscal, os riscos fiscais, o peso da dívida, a estrutura da dívida, a capacidade de gerar receitas e conter despesas e o acesso ao financiamento da dívida pública.

A análise das contas externas foca nas transações e posições dos residentes do país em relação ao resto do mundo. Inclui a posição de reservas internacionais e a liquidez externa do país, a capacidade de gerar moeda estrangeira para atender suas obrigações externas correntes e o status da moeda do país em transações internacionais.

As diferenças metodológicas residem, principalmente, no modo como esses fatores são ponderados e organizados. A Fitch, por exemplo, dá maior peso à estrutura econômica e à vulnerabilidade a choques, usando um modelo de regressão múltipla para gerar suas classificações.

Já a Moody's adota uma abordagem de placar de avaliação (“scorecard”), onde a resiliência econômica é calculada com pesos iguais para fatores econômicos e de governança, e a força fiscal recebe ponderação variável conforme o contexto.

A Standard & Poor's, por sua vez, distribui sua análise qualitativa em cinco pilares distintos, enfatizando aspectos como a qualidade das instituições, diversidade econômica e política monetária, com um foco detalhado na capacidade de adaptação do governo a choques internos e externos.

---

<sup>22</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/yk825nzc>.

<sup>23</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/2p985fdv>.

<sup>24</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/mpac87j5>.

Outra divergência relevante está na consideração de eventos de risco. Todas as agências avaliam a suscetibilidade a crises, mas a Moody's e a S&P destacam esse fator como um componente explícito em suas metodologias, atribuindo um peso importante na avaliação final.

Por fim, a forma como as agências tratam a política monetária também varia. A S&P inclui uma avaliação específica sobre o regime cambial e a credibilidade da política monetária, enquanto a Fitch e a Moody's integram esse fator dentro de outros fatores.

Um segundo ponto importante para compreender a metodologia das agências é verificar quais são os principais indicadores utilizados para medir cada um dos fatores. Uma forma direta seria observar as metodologias publicadas pelas agências e verificar quais os pesos dados para cada fator e quais os pesos de cada indicador dentro de cada fator.

Outra forma é consultar os estudos empíricos<sup>25</sup> que buscam compreender, na prática, quais são os fatores determinantes para a avaliação de crédito soberano dos países. Embora existam divergências entre os resultados, em geral, o crescimento do PIB per capita, do PIB em termos reais, da dívida pública e do déficit público são apontados como os principais indicadores de curto prazo na classificação de crédito de um país.

Por outro lado, de acordo com esses estudos, o desempenho institucional do país, o nível da dívida externa, o nível das reservas externas e o histórico de descumprimentos de compromissos passados são importantes determinantes da nota de crédito a longo prazo.

Comparando o resultado dos estudos com as metodologias divulgadas pelas agências é possível notar grande aderência entre os principais indicadores, sendo que alguns estudos conseguem obter boa predição da classificação das agências com bases nesses indicadores<sup>26</sup>. O que leva a crer que, de fato, a metodologia é majoritariamente seguida pelas agências, com pequenos desvios pontuais e esperados.

O terceiro ponto importante a se destacar na metodologia é que as agências avaliam a capacidade de pagamento das dívidas emitidas em moeda local e externa com pesos diferentes. As três principais agências de classificação de risco compartilham alguns pontos em comum ao abordar a classificação de dívidas soberanas emitidas em moeda local (LC) e moeda estrangeira (FC).

Todas concordam que em muitas situações, especialmente para países com grau de investimento, as classificações de LC e FC tendem a ser iguais ou muito próximas. Essa similaridade é baseada no entendimento de que, nesses casos, os países possuem capacidade e vontade suficientes para honrar suas dívidas em ambas as moedas.

De fato, ao observarmos o histórico da classificação de risco da dívida<sup>27</sup> mantido no site da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) podemos observar que a maior parte das vezes a nota da dívida denominada em moeda local simplesmente acompanhou a nota da dívida denominada em moeda estrangeira. A maioria das divergências concentram-se em avaliações muito antigas, no início dos anos 2000, quando existiam critérios distintos, dado que a metodologia das agências é constantemente revista.

Além disso, o país não contava com o nível elevado de reservas internacionais, que cresceu significativamente entre meados de 2006 e de 2012<sup>28</sup>. Cabe acrescentar que o nível de reservas internacionais é um fator muito relevante, principalmente para a dívida denominada em moeda estrangeira, mas também para a denominada em moeda local<sup>29</sup>.

---

<sup>25</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/4a2whcxj>, <https://tinyurl.com/5xfike7t>, <https://tinyurl.com/34rava52>, <https://tinyurl.com/59hrdez5>, <https://tinyurl.com/5n8z4m66>, e <https://tinyurl.com/4aapes4v>.

<sup>26</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/ycrv44ny>.

<sup>27</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/3spdxsuj>.

<sup>28</sup> Ver, por exemplo, o Estudo especial nº1 de 2017 da IFI. Disponível em: <https://tinyurl.com/mtakcy9r>.

<sup>29</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/5n6t69ys>.

Outro ponto de convergência é o reconhecimento de que a capacidade soberana de controlar sua própria moeda e o sistema financeiro doméstico pode oferecer um suporte adicional à classificação de LC. Esses poderes permitem que os governos soberanos emitam sua própria moeda e regulem o sistema financeiro, proporcionando maior flexibilidade para cumprir suas obrigações em moeda local.

Desta forma, a incapacidade dos países, principalmente as economias emergentes, de criarem um mercado doméstico de dívida é enxergado pela literatura especializada como o “pecado original”<sup>30</sup>, tendo em vista que essa situação tornaria esses países muito sujeitos à choques externos.

Além disso, todas as agências concordam que em casos de uniões monetárias ou uso de moeda estrangeira, quando o governo perde o controle sobre a política monetária, as classificações de LC e FC tendem a ser iguais, uma vez que o país não controla mais a emissão de sua moeda.

Por outro lado, existem diferenças importantes na forma como as três agências tratam a LC e FC. A Moody's raramente diferencia LC e FC, exceto em casos em que há restrições severas de liquidez externa ou limitações de mobilidade de capital. Quando há diferenciação, ela raramente ultrapassa dois níveis e a Moody's pode optar por não aplicar essa distinção se houver expectativas de melhora na posição externa do país.

Já a Fitch é mais flexível, permitindo diferenças maiores, especialmente para países abaixo do grau de investimento ou em situações de estresse financeiro. A agência considera fatores como a solidez das finanças públicas em comparação com as finanças externas, o tratamento preferencial de credores e a profundidade do mercado de capitais local para determinar se a LC pode ser até dois níveis acima da FC, ou, em raros casos, se a FC pode ter uma classificação mais alta que a LC.

A S&P é a mais restritiva das três agências, permitindo no máximo um nível de diferença entre LC e FC, argumentando que os poderes soberanos sobre a moeda local justificam um ajuste limitado. Quando um país não tem controle sobre sua moeda (por exemplo, em uma união monetária), a S&P considera que LC e FC devem ter a mesma classificação.

Assim, enquanto as três agências compartilham a visão de que os países com controle sobre sua moeda local podem ter suporte adicional para dívidas emitidas em LC, elas divergem na magnitude e nas condições que justificam uma diferenciação. Essas variações refletem as diferentes abordagens analíticas que cada agência adota ao avaliar o risco soberano em moeda local e estrangeira.

### Endividamento em moeda local não garante imunidade a reestruturação da dívida

Embora alguns economistas discordem<sup>31</sup>, outro ponto interessante para o debate é notar que a dívida em moeda local não é imune ao default<sup>32</sup> e o alto endividamento em moeda local pode levar a uma crise fiscal, principalmente se a economia for exposta à choques adversos.

De fato, segundo a S&P, o ano de 2023 foi o primeiro, desde 1999, em que os defaults em moeda local superaram os realizados em moeda estrangeira<sup>33</sup>, mas outros estudos<sup>34</sup>, com bases mais abrangentes, demonstram que entre 1995 e 2016 a reestruturação em moeda local superou a estrangeira, com tendência de aumento do default em moeda local.

Já a Fitch destaca na sua metodologia que a maioria dos governos soberanos, por meio do banco central, tem controle final sobre a oferta monetária doméstica e, em teoria, poderia imprimir moeda para se financiar, embora não indefinidamente e com o custo de alta inflação.

---

<sup>30</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/3npm82wk>.

<sup>31</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/ywd5rk9p>.

<sup>32</sup> Se isso fosse verdade todas as dívidas denominadas em moeda local seriam classificadas como “triplo A”, ou seja, mais baixo grau de risco.

<sup>33</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/5essm29y>.

<sup>34</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/3ts6s3ak> e <https://tinyurl.com/bdf5e62x>.

Segundo a agência de risco, embora muitos países tenham acesso preferencial aos mercados de capitais domésticos, que podem ser uma fonte de financiamento mais confiável do que os mercados de capitais internacionais, especialmente durante períodos de crise, permanece totalmente viável que dívidas soberanas sofram default em moeda local e destaca inúmeros exemplos de tais defaults nas últimas duas décadas<sup>35</sup>.

Isso ocorre porque, mesmo exigindo juros cada vez maiores para rolar a dívida, já prevenindo os impactos inflacionários da expansão monetária, em dado momento, os agentes econômicos podem perder a crença na capacidade e na vontade do governo em honrar integralmente as dívidas, dado que o custo financeiro de cumprir com os contratos se torna mais elevado que o custo financeiro e reputacional de não honrar os compromissos assumidos.

Assim, com dificuldades de rolar a sua dívida no mercado local, e arrecadando menos que o suficiente para cobrir as suas despesas, é possível que o governo entre em crise fiscal e seja obrigado a assumir o default e estabelecer um “haircut”, ou seja, force a reestruturação (“calote”), com redução dos valores devidos, mesmo que denominada em moeda local.

Nesse sentido, cabe apontar que o Fundo Monetário Internacional (FMI) publicou extenso estudo<sup>36</sup>, em dezembro de 2021, sobre a reestruturação das dívidas soberanas denominadas em moedas local e externa, no qual afirma que a maioria dos eventos de reestruturação de dívida pública foi precedida por pressões econômicas e fiscais, desencadeadas ou exacerbadas por choques reais ou financeiros, tanto internos quanto externos.

O estudo também destaca que os níveis de dívida pública antes da reestruturação eram relativamente altos em todos os casos analisados. As medianas dos níveis de dívida pública em relação ao PIB antes da reestruturação eram de 70% para os eventos de reestruturação de dívida sob legislação doméstica (DDR), 79% para os eventos de reestruturação de dívida externa (EDR) e 88% para os eventos de reestruturação de dívida externa acompanhada por reestruturação de dívida sob legislação doméstica (EDR/DDR).

O estudo do FMI também aponta que a participação da dívida pública doméstica em relação ao endividamento total também importa, tendo em vista que a mediana da participação da dívida doméstica no total da dívida pública antes da reestruturação foi notavelmente maior para DDR (37%) do que para EDR (27%). Tal fato indica que um maior estoque de dívida doméstica torna sua inclusão em uma reestruturação mais provável.

A participação da dívida pública externa detida por credores privados, ou seja, o perfil dos detentores da dívida<sup>37</sup> também importa. A dívida pública externa detida por credores privados era muito baixa antes das DDR (9% do total da dívida pública), em comparação com 28% para EDR e 65% para EDR/DDR. Isso sugere que os países podem ter optado por DDR isoladas porque a reestruturação da dívida externa não resultaria em um alívio significativo da dívida, enquanto imporia custos reputacionais mais elevados.

Outro ponto de destaque é o crédito bancário doméstico para o setor privado. Nos países que passaram por DDR, o grau de aprofundamento financeiro e a dependência do setor privado em relação ao crédito bancário doméstico eram muito menores do que nos casos de EDR ou EDR/DDR. O que pode significar que os países optam por DDR quando a capacidade do sistema bancário de transmitir choques para o restante da economia (caso os bancos tenham que suportar perdas devido à reestruturação), ou seja, que os custos domésticos da reestruturação, sejam relativamente pequenos em relação aos custos externos.

---

<sup>35</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/ym7x6tac>.

<sup>36</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/35yuv76j>.

<sup>37</sup> Nesse mesmo sentido, ver também: <https://tinyurl.com/23k6tmb7>.

Por fim, o estudo do FMI lança um alerta de que as reestruturações de dívidas soberanas emitidas sob legislação doméstica podem se tornar mais frequentes no futuro. Isso porque, antes de meados da década de 1990, com mercados financeiros subdesenvolvidos e controles de capital generalizados, a situação de crise da dívida em economias emergentes e em desenvolvimento (EMDE) era frequentemente resolvida por meio de inflação, repressão financeira<sup>38</sup> e, quando necessário, uma reestruturação da dívida externa.

Desde então, a participação da dívida doméstica nos EMDE vem aumentando, mais recentemente como resultado da pandemia de COVID-19. Com muitos países<sup>39</sup> em risco de crise da dívida como consequência da pandemia, as reestruturações da dívida doméstica podem ser necessárias com mais frequência por falta de sustentabilidade das dívidas soberanas.

Importante mencionar que o FMI vem emitindo alertas<sup>40</sup>, não apenas para os países emergentes e em desenvolvimento, tendo em vista que a realidade pós-pandemia é de taxas de juros reais mais altas no longo prazo, crescimento mais baixo e maior endividamento público, fatores que pressionarão as tendências fiscais de médio prazo e a estabilidade financeira para a maioria dos países.

Desta forma, tanto os dados empíricos como a teoria econômica mostram que é impossível elevar indefinidamente a dívida pública, ainda que denominada em moeda local. Além disso, embora não exista um número ou limite absoluto, quanto maior o nível da dívida, maior o risco de que um evento crítico se desenvolva na forma de crise (real, monetária ou fiscal), que acabe por deflagrar uma crise na dívida pública, principalmente em países emergentes e em desenvolvimento com elevado nível de dívida pública, como é o caso do Brasil.

### Comparação internacional não é favorável ao Brasil

Como visto, o nível da dívida pública é um fator importante para a nota de crédito soberano do país. Além disso, existe uma relação inversa, embora não linear e heterogênea<sup>41</sup>, entre essas variáveis, ou seja, um maior endividamento, em geral, diminui as chances de obter (ou de manter) o grau de investimento, e não é possível comparar diretamente o nível da dívida do Brasil com o de países desenvolvidos, com moedas com ampla aceitação internacional e que possuem grau de investimento, por exemplo.

Assim, embora a dívida bruta do país, segundo o critério do FMI<sup>42</sup>, que é o relevante para comparações internacionais<sup>43</sup>, esteja em níveis menores que a média dos países desenvolvidos em geral e, particularmente, das economias mais avançadas no mundo (G7<sup>44</sup>), estamos com níveis mais elevados que economias da América Latina e Caribe e que a média dos países emergentes e em desenvolvimento. De fato, até a média das outras economias avançadas<sup>45</sup>, exceto os países do G7 e da Zona do Euro<sup>46</sup>, são menores que a do Brasil, conforme pode ser observado no Gráfico 6 abaixo.

---

<sup>38</sup> Medidas como o controle da saída de capitais, por exemplo.

<sup>39</sup> De acordo com o Banco Mundial, nada menos que 68 países de baixa renda estão com risco de não pagamento de suas dívidas, o que representa mais da terça parte dos países do mundo. O monitor não acompanha o risco de países de alta e média renda, portanto, o resultado geral pode ser ainda pior. Disponível em: <https://tinyurl.com/2f648r7y>.

<sup>40</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/fv3nc7tk>.

<sup>41</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/fwmy8jkc>.

<sup>42</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/47nmkj4t>.

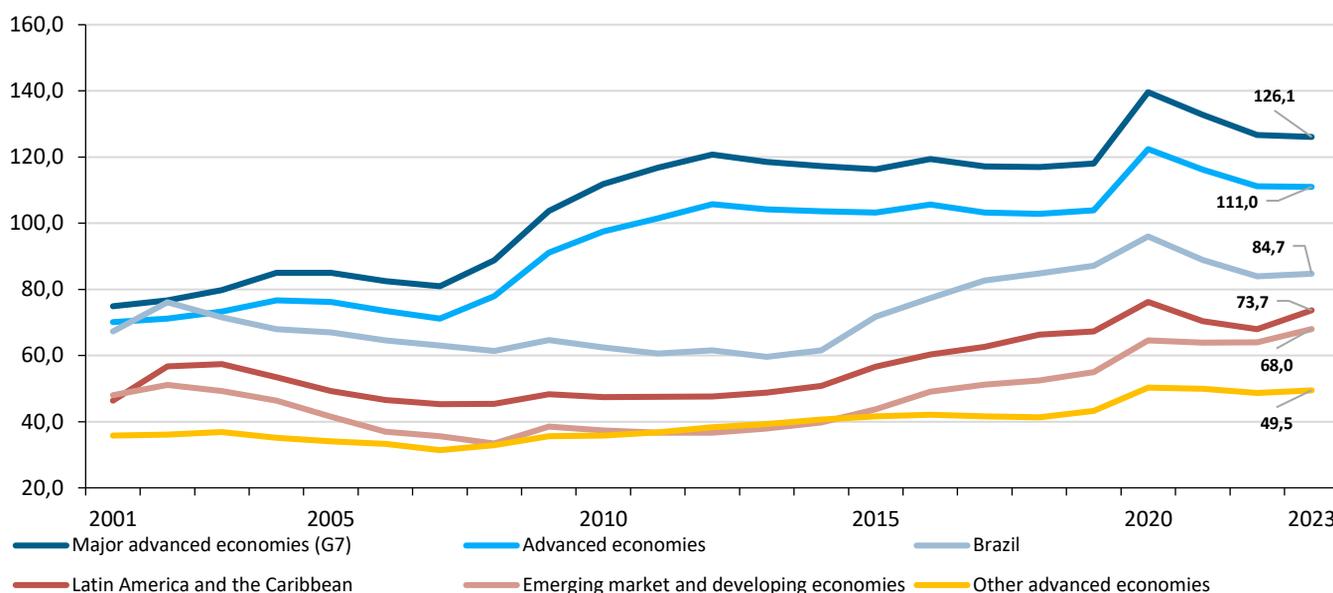
<sup>43</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/jb54hma6>.

<sup>44</sup> De acordo com o FMI: Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido e Estados Unidos.

<sup>45</sup> De acordo com o FMI: Andorra, Austrália, República Tcheca, Dinamarca, Hong Kong, Islândia, Israel, Coreia do Sul, Macau, Nova Zelândia, Noruega, Porto Rico, San Marino, Singapura, Suécia, Suíça e Taiwan.

<sup>46</sup> De acordo com o FMI: Áustria, Bélgica, Croácia, Chipre, Estônia, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Países Baixos, Portugal, República Eslovaca, Eslovênia e Espanha.

GRÁFICO 6. EVOLUÇÃO DA DÍVIDA BRUTA (CRITÉRIO FMI, % PIB)



Fonte: FMI. Elaboração: IFI.

Além disso, a dívida bruta de 84,7% do PIB, segundo os critérios do FMI, coloca o Brasil em linha com o endividamento da Zona do Euro, por exemplo, que marcou 88,7% do PIB ao final de 2023. Esse valor indica que o país está em situação vulnerável a choques, conforme estudos do FMI vistos anteriormente, que demonstram que os países que efetuam renegociação de dívida apresentavam uma média de dívida bruta entre 70% e 88% do PIB, na época das reestruturações.

Embora o Brasil tenha estabelecido um regime fiscal sustentável que, em tese<sup>47</sup>, preveja uma trajetória de convergência da dívida pública, evidenciada pelo nível de resultados fiscais consistentes com a estabilização da dívida em relação ao PIB, a medida pode perder a eficácia em termos de sustentabilidade da dívida por dois motivos principais.

Primeiro, porque ainda não foram estabelecidos os montantes de dívida mobiliária federal e de dívida pública consolidada da União, previstos no art. 48, XIV e no art. 52, VI da Constituição Federal, o que permite que a trajetória da dívida seja sempre deslocada para frente e para cima a cada nova projeção, prevendo uma estabilização sempre em nível mais elevado e ao final do horizonte de médio prazo (10 anos).

Segundo, porque a estabilização da dívida, caso ocorra nos níveis atuais, pode ser insuficiente para a eliminação dos riscos fiscais, visto que já se encontra em nível elevado em relação aos países comparáveis. A Zona do Euro, por exemplo, trabalha com um plano gradual de diminuição da dívida pública dos quase 90% atuais para 60% do PIB até 2070<sup>48</sup>. Tal esforço requer medidas de superávit primário de 1,4% do PIB apenas para estabilização da dívida e de 0,6% do PIB adicionais para redução da dívida a longo prazo.

Desta forma, mesmo economias avançadas, que historicamente contam com condições macroeconômicas mais favoráveis que o Brasil, estão com nível de dívida bruta inferior ou em linha com o observado no país (com exceção dos países do G7), além de possuírem planos de redução gradual do estoque da dívida, enquanto o arcabouço nacional pretende apenas estabilizar o nível da dívida, resultado ainda não alcançado.

<sup>47</sup> Na forma do inciso III, § 5º, art. 4º da Lei de Responsabilidade Fiscal. Disponível em: <https://tinyurl.com/ye88v28n>.

<sup>48</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/5n6w3u4a>.

### Visões convergentes e divergentes entre as agências de avaliação de risco

Dado todo o exposto acima, é possível ter uma visão mais bem informada sobre as principais convergências e divergências das recentes avaliações apresentadas pelas principais agências de avaliação de risco. Durante a vigência do atual arcabouço fiscal, além das duas avaliações realizadas pela Moody's, comentadas anteriormente, foram realizadas outras duas avaliações pela S&P, em junho<sup>49</sup> e dezembro de 2023<sup>50</sup>, e outras duas pela Fitch, em julho<sup>51</sup> e dezembro<sup>52</sup> de 2023, além de um comentário adicional em setembro de 2024<sup>53</sup>.

As três agências reconhecem o fortalecimento institucional do Brasil e destacam o pragmatismo na condução das políticas públicas, apesar das dificuldades na área política. A Moody's destaca uma melhora progressiva na eficácia institucional devido às reformas estruturais e a presença de "salvaguardas institucionais" que mitigam incertezas, o que foi considerado um fator positivo em suas avaliações, com uma melhora entre maio e outubro de 2024.

Já a S&P considera que o arcabouço institucional é complexo e que o Brasil apresenta lentidão na implementação de reformas, embora veja sinais positivos de estabilidade política, o que levou a uma elevação de perspectiva entre junho e dezembro de 2023. A Fitch também ressalta o pragmatismo do governo federal em sua abordagem política, mas reconhece as limitações impostas pelo Congresso Nacional, com pouca mudança na sua visão entre julho de 2023 e setembro de 2024. Em geral, as três agências reconhecem uma resiliência institucional crescente, mas com desafios políticos constantes.

Quanto ao crescimento econômico, houve melhorias nas avaliações das três agências ao longo do tempo. A Moody's revisou para cima suas previsões de crescimento, destacando um desempenho mais robusto em 2024, o que foi impulsionado por reformas estruturais e investimentos em setores como energia limpa.

A S&P, por sua vez, observou um crescimento econômico acima do esperado, revisando suas previsões e atribuindo esse desempenho ao agronegócio e ao mercado de trabalho forte. Da mesma forma, a Fitch revisou sucessivamente suas estimativas de crescimento, subindo de 2,3% para 3,0%, em 2023, e para 2,8%, em 2024. Contudo, todas as agências permanecem cautelosas quanto ao potencial de crescimento de longo prazo, que ainda é visto como limitado por fatores estruturais, como o baixo nível de investimento e a necessidade de reformas adicionais.

Em termos de política monetária, as agências reconhecem a eficácia do Banco Central no controle da inflação, mas a trajetória de juros altos é vista com reservas devido ao impacto fiscal. A Moody's destacou a independência do Banco Central e a eficácia na condução da política monetária, o que contribuiu para a ancoragem das expectativas de inflação, sem mudanças significativas em sua avaliação entre maio e outubro de 2024.

A S&P também viu a política monetária restritiva como eficaz na contenção da inflação, o que ajudou a estabilizar as expectativas em 2023. A agência esperava que a flexibilização continuasse em 2024 (que teve que ser revertida em função do crescimento da inflação), o que pode impactar negativamente as avaliações futuras.

Já a Fitch também valorizou o papel do BCB, mas, em setembro de 2024, ressaltou o novo ciclo de aperto monetário com o aumento da taxa de juros para 10,75%, sugerindo que os custos de juros da dívida pública poderiam se intensificar no futuro. Em suma, todas as agências mantêm uma visão positiva sobre a condução da política monetária, com algum receio quanto aos efeitos colaterais dos altos custos dos juros.

---

<sup>49</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/nnu7wvzt>.

<sup>50</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/bde586hb>.

<sup>51</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/4npr4dze>.

<sup>52</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/5n94j6vy>.

<sup>53</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/55yw76my>.

O tema fiscal é onde as agências mais demonstram preocupação. A Moody's foi relativamente otimista ao longo de 2024, mencionando que a consolidação fiscal poderia ser gradual, mas dependente de crescimento de receita e controle de gastos obrigatórios. No entanto, continuou a apontar as limitações impostas pelos altos custos da dívida e gastos obrigatórios.

A S&P compartilhou dessa preocupação, destacando que, embora a reforma tributária fosse um passo positivo, a rigidez fiscal e o déficit elevado ainda limitam a qualidade do crédito soberano do Brasil, com uma melhoria modesta no *rating* entre junho e dezembro de 2023.

A Fitch foi a mais cautelosa, prevendo uma deterioração fiscal significativa em 2023 e dificuldades para consolidar as contas públicas em 2024 e além. Em setembro de 2024, a agência revisou para pior suas expectativas de déficit primário, aumentando para 1% do PIB em 2025, muito acima do permitido pela nova regra fiscal, o que ressalta as fragilidades das políticas fiscais brasileiras. Além disso, elevou as projeções de dívida para 2024 (77,8% do PIB) e 2026 (83,9% do PIB), destacando que são valores muito superiores ao observado pelos países classificados como "BB", que possuem média de dívida bruta em 55% do PIB.

Em relação às contas externas, as três agências veem a posição do Brasil como um ponto forte, com superávits comerciais recorde impulsionados, entre outros, pelo agronegócio e pela produção de petróleo. A Moody's manteve uma visão positiva sobre a robustez da balança de pagamentos e as reservas internacionais, que ajudam a mitigar riscos externos, sem mudanças notáveis entre maio e outubro de 2024.

A S&P também elogiou a posição externa do Brasil, revisando positivamente sua avaliação em 2023, destacando que a baixa dívida externa e os altos ingressos de investimento estrangeiro direto são fatores de resiliência. A Fitch, em setembro de 2024, reforçou sua visão positiva sobre o superávit comercial recorde e a capacidade do Brasil de melhorar estruturalmente sua posição externa nos próximos anos, com reservas internacionais cobrindo nove meses de pagamentos externos, uma das maiores entre os países avaliados na categoria "BB".

## Conclusão

Em geral, as agências de classificação de risco levam em conta fatores semelhantes ao analisar a solvência de governos soberanos, embora suas metodologias apresentem diferenças em termos de ênfase e abordagem. Entre os fatores comuns, destaca-se a avaliação da capacidade e disposição do governo de honrar suas obrigações financeiras, de curto e longo prazo, de maneira pontual e integral.

Essas semelhanças e diferenças mostram que, embora as agências compartilhem uma base comum de avaliação, cada uma traz nuances em seus métodos, refletindo prioridades distintas e abordagens analíticas específicas. As três agências concordam que o Brasil tem mostrado resiliência econômica e institucional, impulsionado por reformas, uma política monetária eficaz e uma posição externa favorável.

No entanto, as fragilidades fiscais são o principal ponto de divergência e preocupação, com todas as agências alertando para as incertezas em torno da consolidação fiscal. Enquanto a Moody's mostra alguma melhora nas avaliações gerais do Brasil em termos de crescimento e política institucional, a S&P e a Fitch são mais cautelosas em relação à evolução fiscal, particularmente para 2025 em diante.

Em suma, as perspectivas, na ótica das agências, são de um Brasil com boa capacidade de absorver choques externos e de manter crescimento econômico moderado no curto prazo, mas com a necessidade urgente de enfrentar os desafios fiscais para garantir sustentabilidade a médio e longo prazo.

A IFI, por sua vez, acrescenta que a falta de limites claros para o endividamento brasileiro prejudica o alcance das metas necessárias à condução de uma política fiscal sustentável, contribuindo para a perpetuação da continuidade do país em nível desconfortável de endividamento, quando colocado em perspectiva internacional.

Por fim, a IFI alerta que a teoria econômica e a evidência empírica demonstram que não é possível expandir o endividamento indefinidamente, mesmo denominado em moeda local, e que é necessário reverter a tendência atual de desequilíbrios constantes antes que um choque ponha em risco a capacidade do país de honrar seus compromissos.

## Projeções da IFI

### CURTO PRAZO

Projeções da IFI	2024			2025		
	Set/24	Out/24	Comparação	Set/24	Out/24	Comparação
PIB – crescimento real (% a.a.)	2,81	2,81	=	1,80	1,80	=
PIB – nominal (R\$ bilhões)	11.578,66	11.578,66	=	12.249,07	12.249,07	=
IPCA – acum. (% no ano)	4,42	4,42	=	3,66	3,66	=
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	5,40	5,40	=	5,47	5,47	=
Ocupação - crescimento (%)	2,50	2,50	=	1,20	1,20	=
Massa salarial - crescimento (%)	7,01	7,01	=	2,41	2,41	=
Selic – fim de período (% a.a.)	11,50	11,50	=	10,00	10,00	=
Juros reais ex-ante (% a.a.)	6,17	6,17	=	5,48	5,48	=
Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB)	-0,83	-0,83	=	-1,10	-1,10	=
dos quais Governo Central	-0,83	-0,83	=	-1,20	-1,20	=
Juros Nominais Líquidos (% do PIB)	8,08	8,08	=	7,48	7,48	=
Resultado Nominal (% do PIB)	-8,90	-8,90	=	-8,58	-8,58	=
Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)	80,01	80,01	=	82,21	82,21	=

*ifi*



**ifi** Instituição Fiscal  
Independente

-  /ifibrasil
-  @IFIBrasil
-  @ifibrasil
-  /company/ifibrasil
-  /@ifibrasil
-  github.com/ifibrasil

ifi@senado.leg.br / (61) 3303-2875