

## Inconsistência da política fiscal segue como entrave para obtenção do grau de investimento<sup>16</sup>

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>17</sup> a classificação de risco soberano ("rating")<sup>18</sup> do Brasil. A decisão ocorreu uma semana depois do encontro<sup>19</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>20</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>21</sup>, que discordam da avaliação da agência de risco Moody's, e a equipe econômica do governo federal, que concorda com a avaliação<sup>22</sup>. Outras grandes agências como a Fitch Ratings<sup>23</sup> (Fitch) e a Standard & Poor's<sup>24</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>16</sup> Acesse o relatório completo por aqui: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2024/outubro/relatorio-de-acompanhamento-fiscal-2013-outubro-2024>.

<sup>17</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/52reb4f6>.

<sup>18</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>19</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/4mwwdd2w>.

<sup>20</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/bdeav2bc>.

<sup>21</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/2s4xbtn4>.

<sup>22</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>23</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/5e5x7ca4>.

<sup>24</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>25</sup>, Fitch Ratings<sup>26</sup> e Standard & Poor's<sup>27</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>25</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/yk825nzc>.

<sup>26</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/2p985fdv>.

<sup>27</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>28</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>29</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>30</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>31</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>32</sup>.

---

<sup>28</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>29</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/ycrv44ny>.

<sup>30</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/3spdxsuj>.

<sup>31</sup> Ver, por exemplo, o Estudo especial nº1 de 2017 da IFI. Disponível em: <https://tinyurl.com/mtakcy9r>.

<sup>32</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>33</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>34</sup>, outro ponto interessante para o debate é notar que a dívida em moeda local não é imune ao default<sup>35</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>36</sup>, mas outros estudos<sup>37</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>33</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/3npm82wk>.

<sup>34</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/ywd5rk9p>.

<sup>35</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>36</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/5essm29y>.

<sup>37</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>38</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>39</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>40</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 importaria 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>38</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/ym7x6tac>.

<sup>39</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/35yuv76j>.

<sup>40</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>41</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>42</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>43</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>44</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>45</sup>, que é o relevante para comparações internacionais<sup>46</sup>, esteja em níveis menores que a média dos países desenvolvidos em geral e, particularmente, das economias mais avançadas no mundo (G7<sup>47</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>48</sup>, exceto os países do G7 e da Zona do Euro<sup>49</sup>, são menores que a do Brasil, conforme pode ser observado no Gráfico 6 abaixo.

---

<sup>41</sup> Medidas como o controle da saída de capitais, por exemplo.

<sup>42</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>43</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/fv3nc7tk>.

<sup>44</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/fwmy8jkc>.

<sup>45</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/47nmkj4t>.

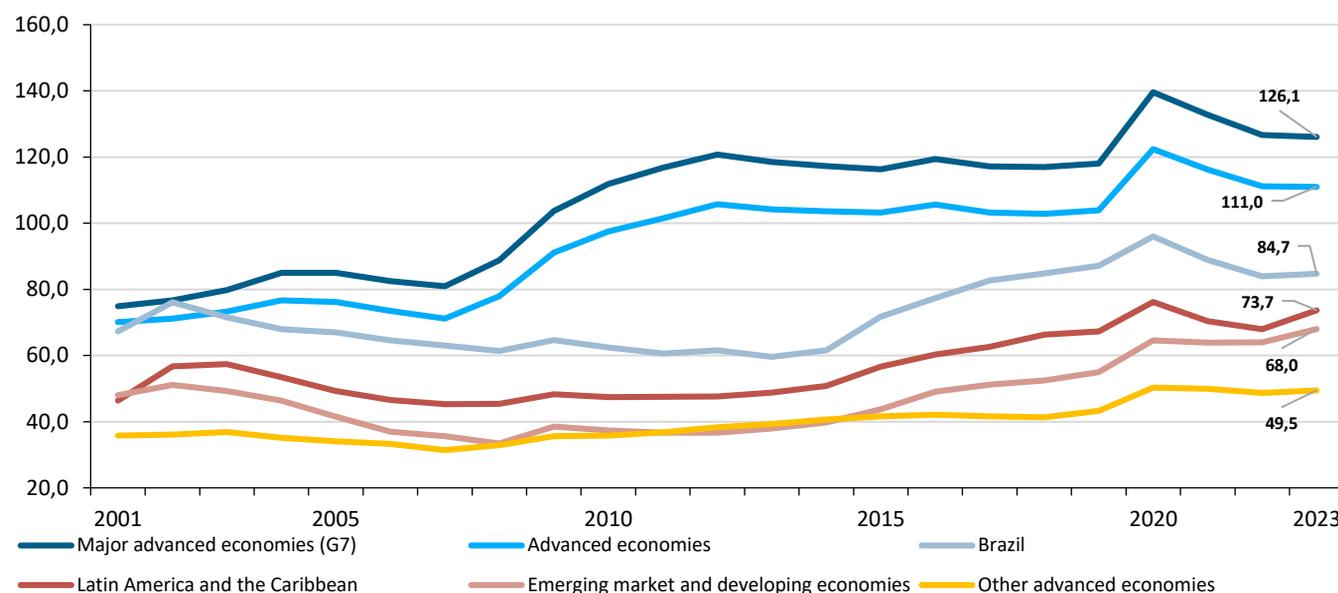
<sup>46</sup> Ver, por exemplo: <https://tinyurl.com/jb54hma6>.

<sup>47</sup> De acordo com o FMI: Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido e Estados Unidos.

<sup>48</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>49</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>50</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>51</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>50</sup> Na forma do inciso III, § 5º, art. 4º da Lei de Responsabilidade Fiscal. Disponível em: <https://tinyurl.com/ye88v28n>.

<sup>51</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>52</sup> e dezembro de 2023<sup>53</sup>, e outras duas pela Fitch, em julho<sup>54</sup> e dezembro<sup>55</sup> de 2023, além de um comentário adicional em setembro de 2024<sup>56</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>52</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/nnu7wvzt>.

<sup>53</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/bde586hb>.

<sup>54</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/4npr4dze>.

<sup>55</sup> Disponível em: <https://tinyurl.com/5n94j6vy>.

<sup>56</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*