

---

15 de agosto de 2017

## Ratings 'BB/B' e 'brAA-' do Brasil removidos do *CreditWatch* negativo e reafirmados; perspectiva é negativa em razão dos atuais desafios políticos

**Analista principal:**

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

**Contato analítico adicional:**

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

**Líder do comitê de rating:**

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

**Contato de mídia:**

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

---

### Resumo

- Desde que colocamos os ratings que atribuímos ao Brasil na listagem *CreditWatch* com implicações negativas em maio deste ano, o cenário político tornou-se, de certa forma, mais definido, já que o presidente Michel Temer sobreviveu às votações — no Tribunal Superior Eleitoral (TSE) em junho e no Congresso em agosto — relativas às acusações de corrupção.
- Nesse ínterim, a economia parece ter se estabilizado apesar da fluidez política, o Congresso aprovou a Reforma Trabalhista em julho e o governo permanece comprometido com o avanço da Reforma da Previdência, para conter o crescimento dos gastos a fim de minimizar quaisquer desvios de suas metas fiscais primárias, e fazer avançar sua agenda de reforma microeconômica.
- Removemos de nossa listagem *CreditWatch* com implicações negativas e reafirmamos os ratings de crédito soberano de longo e curto prazos 'BB/B' e 'brAA-' que atribuídos ao Brasil em nossas escalas global e Nacional Brasil, respectivamente.
- A perspectiva negativa desses ratings, no entanto, reflete os atuais desafios políticos e o risco de um rebaixamento dos ratings nos próximos seis a nove meses — dada a elevada e crescente carga de endividamento do Brasil — se o Congresso falhar em avançar a legislação que começa a reduzir a rigidez fiscal do país, a qual prejudica a redução de seu déficit e a uma moderação sustentada do crescimento dos gastos do país.

## Ações de Rating

**São Paulo (S&P Global Ratings), 15 de agosto de 2017** – A S&P Global Ratings removeu hoje seus ratings de crédito soberano de longo prazo em moeda estrangeira e moeda local 'BB' atribuídos à **República Federativa do Brasil** ("Brasil") da listagem *CreditWatch*, na qual foram colocados com implicações negativas em 22 de maio de 2017. Ao mesmo tempo, reafirmou esses ratings e lhes atribuiu uma perspectiva negativa. Além disso, reafirmou os ratings de crédito soberano de curto prazo em moeda estrangeira e em moeda local 'B' do Brasil e também removeu o rating 'brAA-' da listagem *CreditWatch* com implicações negativas atribuído ao país na Escala Nacional Brasil, reafirmando-o com perspectiva negativa. Esta última ação incorpora a revisão da tabela de mapeamento dos ratings na Escala Nacional Brasil do país publicada em 14 de agosto de 2017.

## Perspectiva

A perspectiva negativa reflete nossa opinião de que há, pelo menos, uma chance em três de rebaixarmos os ratings do Brasil nos próximos seis a nove meses. O Congresso tem uma janela de oportunidade limitada para aprovar leis controversas, antes que as manobras políticas que antecedem a eleição presidencial de 2018 se acelerem no início do próximo ano. Com o apoio do governo, o Congresso já avançou algumas leis que visam fortalecer as trajetórias fiscal e de crescimento do Brasil – mesmo em face das difíceis condições políticas dos últimos meses. No entanto, dado o tamanho da correção fiscal necessária no Brasil, mais esforços legislativos para flexibilizar a rigidez orçamentária não podem esperar até depois das eleições de 2018, em nossa opinião, em função da elevada e crescente relação dívida/PIB. Na ausência de mais avanços por parte do Congresso, por exemplo, com relação à Reforma da Previdência, e redução dos subsídios nos empréstimos de bancos públicos (tais como a proposta de uma nova Taxa de Longo Prazo - TLP para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES), a perspectiva de uma moderação do crescimento dos gastos não discricionários para satisfazer as condições do teto Constitucional para os gastos, já tão desafiadoras para 2019, se torna ainda mais remota.

Se o Congresso não conseguir aprovar partes importantes da legislação relativa à questão fiscal, o que sugeriria ausência de resolução política, poderíamos rebaixar os ratings com base em uma avaliação mais fraca da governabilidade e do compromisso político nas várias esferas do governo. Alternativamente, um rebaixamento poderá ocorrer se o governo relaxar o compromisso demonstrado com o alinhamento e restrição do crescimento dos gastos neste e no próximo ano. A revisão de suas metas fiscais primárias em razão de deslizamentos nos gastos difere daquelas relacionadas à redução de receitas ocasionada por uma fraca recuperação nas receitas tributárias, ou por atrasos nas receitas não recorrentes advindas de concessões.

Os ratings poderão se estabilizar nos próximos seis a nove meses, mesmo em meio à fluidez das dinâmicas políticas associadas às proativas investigações de corrupção e acordos de delação e leniência por parte de ex-políticos e participantes do setor privado. Os fatores que poderão ajudar a estabilizar os ratings incluem o compromisso político demonstrado pelo governo, e pelo Congresso, para mitigar a deterioração fiscal e fortalecer as perspectivas de crescimento do PIB. Esperamos que essas melhoras possam ajudar o Brasil a solidificar sua recuperação econômica, facilitar a melhora de seu desempenho fiscal ao longo do tempo e promover mais espaço de manobra diante de choques econômicos.

## Fundamentos

Os ratings do Brasil baseiam-se em nossa visão de suas instituições políticas estabelecidas, que oferecem apoio importante para a estabilidade econômica. Acreditamos que as atuais investigações de alegação de corrupção contra pessoas e empresas proeminentes, tanto no setor privado quanto no público e entre os partidos políticos, aumentaram as incertezas políticas no curto prazo, mas a estrutura institucional está orientando uma solução. O governo tem estabelecido políticas sólidas e corretivas, mas os desafios à governabilidade têm freado os recentes avanços e apresentam-se como um risco de rebaixamento dos ratings.

Nesse ínterim, as perspectivas de crescimento econômico baixo e as fraquezas fiscais se destacam como fatores-chave limitadores de capacidade de crédito. A economia diversificada está saindo de uma profunda contração plurianual, e espera-se que seu crescimento permaneça abaixo do de seus pares. O governo geral continua registrando deficits elevados cuja dívida vem aumentando ao longo do período projetado até 2020. Em nossa opinião, a correção fiscal é um desafio plurianual e multiadministrativo. Em contrapartida, a posição externa do Brasil e a credibilidade da política monetária são pontos creditícios relativamente fortes.

**Perfil institucional e econômico: Apesar das dificuldades de governabilidade nos últimos anos, o marco institucional e os pesos e contrapesos no Brasil têm oferecido as condições para certa correção nas políticas econômicas e para por um fim na profunda recessão.**

- Investigações de corrupção têm se tornado parte do cenário político brasileiro, e seus efeitos positivos e negativos darão forma à política e às eleições de 2018.
- O governo e o Congresso têm avançado rumo a uma política mais sólida, porém um progresso maior ainda está pendente, dada a alta e crescente dívida do governo.
- A retração econômica parou, mas as perspectivas de crescimento permanecem pequenas em meio ao desequilíbrio fiscal e à fragilidade no setor privado.

As atuais investigações e alegações de corrupção, que têm atingido políticos das várias linhas partidárias e proeminentes empresas e pessoas do setor privado, têm abalado o cenário político brasileiro. Embora isso se apresente como um desafio à governabilidade, as investigações independentes e subsequentes acusações de práticas corruptas vêm reforçando a estrutura institucional do país. Tal estrutura institucional facilitou o impeachment da ex-presidente Dilma Rousseff, a remoção de políticos do Congresso, o indiciamento de ex-políticos e as recentes acusações contra o presidente Temer (é a primeira vez que alegações de corrupção são levantadas contra um presidente em exercício no país, e há ainda a perspectiva de surgirem outras possíveis acusações).

O crescimento foi profundamente prejudicado, em parte, pelas incertezas relacionadas a essas investigações que também envolvem as principais empresas que conduzem os investimentos no país. No entanto, agora parece que a economia parou de se retrair e, nos últimos meses de acentuadas incertezas políticas, o Congresso aprovou a Reforma Trabalhista, enquanto lideranças políticas permanecem comprometidas com mais medidas fiscais ainda este ano. Nosso caso-base é que, neste ano, dada a dimensão das preocupantes fraquezas fiscais e da crescente dívida, o Congresso aprovará medidas politicamente difíceis para aliviar uma certa pressão e rigidez orçamentária. No entanto, nossa perspectiva negativa reflete o risco de o Congresso não ser bem-sucedido nessa tarefa.

A sólida equipe econômica do Brasil, que inclui representantes de bancos e empresas do setor público, conquista de forma mais ampla o respeito da esfera executiva, do Congresso e do setor privado. O Tribunal de Contas da União (TCU) mais ativo e o Ministério da Fazenda trabalham juntos para fortalecer a transparência das contas fiscais. O governo tem articulado uma abrangente agenda macro e microeconômica, visando gerar condições de crescimento e desempenho fiscal mais fortes nos próximos anos. O Congresso já aprovou parte da agenda: um teto Constitucional para os gastos, duas fases da Reforma Trabalhista, a lei de migração, a reabertura do setor de óleo e gás com menos regras de conteúdo local, e um regime de recuperação fiscal para estados altamente endividados, sem recursos, dispostos a realizar reforma de gastos.

A rica agenda pendente inclui esforços politicamente desafiadores para reduzir as distorções nos mercados de crédito, que abrangem a atualização do código de falência e a revisão do crédito subsidiado no BNDES, a nova TLP, bem como distorções nos regimes tributários e de licença ambiental. Dado o tempo limitado até as eleições de 2018 e a necessidade para administrar as dinâmicas de coalisão, não esperamos aprovação de todos os itens dessa agenda micro. No entanto, a aprovação do Congresso se faz necessária para reduzir a rigidez nos gastos fiscais a fim de criar as condições para adesão ao já legislado teto para o crescimento dos gastos primários nos próximos anos. O governo tem avaliado e simplificado sistematicamente vários programas de gastos, quando possível (tais como empréstimos estudantis, subsídios para moradias – Minha Casa Minha Vida – e benefícios para deficientes), gerar poupança orçamentária. E até o momento, o desempenho fiscal destaca a compressão de gastos em quase todas as áreas, exceto na folha de pagamento, pensões e componentes indexados de gastos obrigatórios. O governo propôs a Reforma da Previdência em razão dos generosos benefícios e da piora nos dados demográficos. Os gastos previdenciários têm crescido rapidamente nos últimos anos e respondem por 34% do gasto primário federal (que não consideram gastos de capital). O déficit da previdência social para os trabalhadores privados em 2016 foi de 2,4% do PIB, quase tão grande quanto o déficit primário do governo geral de 2,6% do PIB.

Dado que medidas legisladas e politicamente desafiadoras adicionais, voltadas a diminuir outros focos de rigidez orçamentária, podem ser necessárias em 2019 (no próximo governo) para cumprir o teto de gastos, a aprovação de parte da Reforma da Previdência não pode esperar até depois das eleições de 2018, em nossa visão. De outra forma, a estratégia do governo concentrada em um ajuste fiscal ancorado por reforma estrutural não terá se provado crível. Em razão da magnitude dos desafios fiscal e econômico, uma falha no avanço da Reforma da Previdência seria consistente com uma limitação da capacidade da classe política brasileira de aprovar políticas que deem suporte à prosperidade econômica e a políticas fiscais sustentáveis.

Nosso caso-base continua sendo o de um ajuste econômico prolongado, com uma lenta correção na política fiscal, em meio a um crescimento modesto este ano e baixo nos próximos anos. Em nossa visão, com um PIB per capita esperado de US\$9,700 para 2017, após dois anos de crescimento negativo, as perspectivas de crescimento do Brasil são – e continuarão sendo – inferiores às daquelas de outros países em um estágio similar de desenvolvimento. Esperamos que o PIB real de cerca de 0,5% em 2017 aumente para 2,25% nos próximos anos.

O alto nível de endividamento das famílias, empresas e governo restringe uma rápida retomada do crescimento. Dada a proximidade das eleições de 2018 e a prevalência de políticos tradicionais desacreditados, o que cria condições para candidatos não habituais no cenário político potencialmente competitivos, esperamos um aumento moderado nos investimentos no curto prazo. Assim, o afrouxamento mais pronunciado da política monetária, em razão das dinâmicas inflacionárias favoráveis,

deve suportar um aumento do crescimento no próximo ano. Esperamos que as exportações líquidas sustentem o crescimento neste e no próximo ano, embora a pequena participação de exportações líquidas para o PIB brasileiro e a ausência de um *boom* das commodities signifique que estas não conduzirão uma retomada econômica robusta. Esforços contínuos para restaurar o equilíbrio macroeconômico são críticos, tanto quanto no avanço microeconômico, para suportar um investimento privado mais alto e o crescimento no médio prazo.

**Flexibilidade e perfil de desempenho: Solidez comparativa na posição externa do Brasil e flexibilidade da política monetária contrastam com os severos desafios relacionados à sua alta e crescente dívida, aos grandes deficits e rigidez de gastos.**

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

Além da falta de crescimento, a posição fiscal do Brasil é o outro importante ponto fraco de sua qualidade de crédito. Sua trajetória fiscal é de deficits primários continuados (sem contabilizar gastos de capital) e aumento de dívida até 2020. Apesar da revisão das metas primárias para 2017 e 2018, acreditamos que o governo permaneça comprometido com a redução do deficit primário brasileiro. O caso-base que incorporamos em nossas projeções assume certos deslizes neste e no próximo ano. Embora o gasto discricionário tenha se comprimido, o crescimento do gasto não discricionário, receitas tributárias menores, e o provável deslize em concessões e outras abdições de receitas pontuais tornam a meta insustentável. Em julho, o governo elevou alguns impostos sobre o combustível (sobre o qual ele tem competência), visando minimizar qualquer deslize. Embora se mantenham intensas as negociações referentes à eliminação progressiva de isenções tributárias na folha de pagamento e no pagamento de impostos atrasados, o Congresso resiste em aumentar impostos. É improvável que o governo tenha escopo para aumentar significativamente os impostos – a partir de uma já alta e distorcida base – até depois da eleição do próximo ano, quando haverá um presidente com capital político potencialmente mais forte. Isso contrasta com nossa visão de suporte político relativamente mais forte para avançar com a Reforma da Previdência este ano. Também assumimos um forte compromisso do governo, incluindo o Congresso, à restrição de gastos.

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

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

Esperamos que a dívida do governo geral, decrescida de ativos líquidos (não incluindo reservas internacionais), aumente para 72% do PIB até 2020 ante 52% em 2016. Estimamos que os juros em relação às receitas fiquem na média de 16% durante 2017-2020, em razão das taxas de juros ainda elevadas, apesar do afrouxamento monetário esperado. Avaliamos os passivos contingentes do setor financeiro e todas as empresas públicas não financeiras brasileiras (incluindo a Petrobras) como limitados.

As contas externas do Brasil continuam se ajustando, com o déficit em conta corrente agora esperado em 1,1% do PIB este ano, versus 1,3% do PIB em 2016 e um pico de 4,2% em 2014. Esperamos que o déficit em conta corrente fique na média de 1,8% do PIB em 2018-2020, como resultado de maiores importações, e que seja totalmente financiado por IED líquido. Estimamos que a dívida externa líquida estreita – projetada em -12% dos ingressos em conta corrente em 2017 – retorne para uma posição devedora até 2019-2020, à medida que o setor privado acessa os mercados globais, as reservas de títulos do governo detidas por não residentes aumentem e a acumulação de reserva diminua. Calculamos nossas estimativas de dívida externa em uma base de local de residência. Essas estimativas incluem participações de não-residentes na dívida do governo denominada em real emitida localmente, que era estimada em cerca de US\$127 bilhões em junho de 2017 (quase 50% dos ingressos em conta corrente).

Nossos dados de dívida externa, no entanto, não incluem a dívida levantada no exterior pela Petrobras e de outras empresas brasileiras que são transferidas na forma de IED para as matrizes no Brasil. Para a Petrobras, isso poderia ser de aproximadamente 25% dos ingressos em conta corrente, o que é capturado na posição de passivo externo líquido no Brasil, projetado em 274% dos ingressos em conta corrente em 2017. Esse índice é um dos mais altos entre os governos soberanos que avaliamos, sugerindo que há maiores riscos para as contas externas do Brasil – se as condições de mercado se deteriorarem – do que quando se olha apenas para os indicadores de dívida. A moeda brasileira flutua e é negociada ativamente, e o Brasil tem necessidades de financiamento externo menores quando comparado aos seus ingressos em conta corrente, bem como um alto nível de reservas internacionais em relação a alguns de seus pares.

A inflação tem declinado significativamente, surpreendendo consistentemente os mercados que previam queda nos últimos nove meses. A inflação de preços ao consumidor foi de 2,7% em julho de 2017, representando uma queda recorde desde 1999 e inferior ao centro da meta de inflação. Isso se compara aos 6,3% registrados no final de 2016 e aos 10,7% do final de 2015. Uma queda nos preços agrícolas e um grande hiato do produto reforçam a melhora nas dinâmicas associadas à redução dos aumentos de preços administrados e depreciação do real que atingiram a inflação em 2015. Além disso, o aumento da credibilidade da equipe do Banco Central vem ancorando as expectativas de inflação.

Esperamos que a inflação aumente um pouco em 2017-2019 em relação aos atuais níveis baixos à medida que a economia se fortalece, mas que permaneça alinhada às metas oficiais. O Banco Central iniciou um ciclo de afrouxamento em outubro de 2016, o que esperamos que se mantenha no restante de 2017. Desde o início do afrouxamento, o Banco Central cortou a taxa de juros SELIC *overnight* em um total de 500 pontos-base para 9,25% em julho. No final de junho, o Conselho Monetário Nacional estabeleceu uma meta da inflação menor de 4,25% e 4% mais/menos 1,5% para 2019 e 2020, respectivamente, em comparação com 4,5% mais/menos 1,5% para 2017 e 2018, tendo em vista esses desenvolvimentos positivos e para guiar a inflação de prazo mais longo para um patamar ainda mais baixo.

## Principais Estatísticas

**TABELA 1**  
**REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL – INDICADORES SELECIONADOS**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p	2020p
<b>INDICADORES ECONÔMICOS (%)</b>										
PIB nominal (bi. ML)	4.376	4.815	5.332	5.779	6.001	6.267	6.549	6.930	7.367	7.830
PIB nominal (US\$ bi)	2.616	2.464	2.473	2.456	1.804	1.795	2.015	2.069	2.148	2.270
PIB per capita (US\$ mil)	13,3	12,4	12,3	12,1	8,8	8,7	9,7	9,9	10,2	10,7
Crescimento do PIB real	4,0	1,9	3,0	0,5	(3,8)	(3,6)	0,5	2,0	2,2	2,3
Crescimento per capita do PIB real	3,0	1,0	2,1	(0,4)	(4,6)	(4,4)	(0,3)	1,2	1,4	1,5
Crescimento real do investimento	6,8	0,8	5,8	(4,2)	(13,9)	(10,2)	0,0	3,0	3,0	3,5
Investimento/P IB	21,8	21,4	21,7	20,5	17,6	15,4	16,4	16,9	17,3	17,5
Poupança/PIB	18,9	18,4	18,7	16,3	14,3	14,1	15,3	15,4	15,4	15,3
Exportações/P IB	11,5	11,7	11,6	11,0	12,9	12,5	12,2	11,9	11,5	11,1
Crescimento real das exportações	4,8	0,3	2,4	(1,1)	6,3	1,9	2,4	2,5	3,0	3,0
Taxa de desemprego	6,0	7,3	7,1	6,8	8,5	11,5	13,2	12,6	11,9	11,0
<b>EXTERNAL INDICATORS (%)</b>										
Balanço da conta corrente/PIB	(2,9)	(3,0)	(3,0)	(4,2)	(3,3)	(1,3)	(1,1)	(1,5)	(1,9)	(2,1)

Balanço da conta corrente/CARs	(24,1)	(25,2)	(25,2)	(37,0)	(24,7)	(10,0)	(8,3)	(11,4)	(13,8)	(15,7)
CARs/PIB	12,2	11,9	12,0	11,5	13,3	13,1	12,8	13,3	13,6	13,6
Balança comercial/PIB	1,1	0,7	0,0	(0,3)	1,0	2,5	2,7	2,3	2,0	1,7
IED líquido/PIB	3,3	3,3	2,2	2,9	3,4	3,9	3,5	3,4	3,1	2,9
Entrada de capital do portfólio líquido/PIB	0,6	(0,1)	0,2	0,4	0,6	0,6	0,0	0,3	0,3	0,3
Necessidades de financiamento externo brutas/CARs mais reservas utilizáveis	80,8	69,3	69,3	73,1	72,1	64,5	62,7	60,3	60,7	61,4
Dívida externa líquida estreita/CARs	(2,4)	(2,1)	3,3	30,5	9,6	(2,7)	(12,1)	(5,4)	1,2	9,0
Passivos externos líquidos/CARs	256,2	274,0	248,9	275,0	191,4	295,6	273,7	273,7	274,9	276,6
Dívida externa de curto prazo a vencer/CARs	29,5	27,0	31,0	29,2	56,3	52,5	42,9	32,1	27,1	23,6
Reservas utilizáveis/CAPs (meses)	8,7	11,5	12,0	11,2	14,5	16,6	15,6	14,9	13,9	13,1
Reservas utilizáveis (US\$ mi)	352.057	373.161	358.810	363.556	356.470	364.987	380.101	385.101	390.101	391.101
<b>INDICADORES FISCAIS (% , Governo geral)</b>										
Balanço/PIB	(2,5)	(2,3)	(3,0)	(6,0)	(10,2)	(9,0)	(8,8)	(8,0)	(6,9)	(5,8)
Varição na dívida/PIB	5,3	7,1	3,1	8,7	11,3	7,2	9,6	8,9	7,8	6,8
Balanço primário/PIB	2,9	2,1	1,7	(0,6)	(2,0)	(2,6)	(2,5)	(2,1)	(1,5)	(0,7)
Receita/PIB	37,6	36,7	36,8	35,2	34,6	34,9	34,9	34,7	35,0	35,2
Gastos/PIB	40,1	38,9	39,8	41,2	44,8	43,9	43,7	42,8	41,9	41,0
Juros/Receitas	14,2	12,0	12,5	15,1	23,9	18,3	17,9	17,0	15,5	14,5
Dívida/PIB	51,3	53,7	51,5	56,3	65,5	69,9	76,5	81,1	84,1	85,9
Dívida/Receita	136,3	146,4	140,0	159,9	189,0	199,9	218,8	233,5	240,6	244,1

Dívida líquida/PIB	39,2	39,5	37,9	44,6	49,7	52,4	59,9	65,4	69,4	72,0
Ativos líquidos/PIB	12,1	14,2	13,6	11,7	15,7	17,5	16,6	15,7	14,7	13,9
<b>INDICADORES MONETÁRIOS (%)</b>										
Crescimento do IPCA	6,6	5,4	6,2	6,3	9,0	8,7	4,0	3,8	4,1	4,0
Crescimento do deflator do PIB	8,3	7,9	7,5	7,8	7,9	8,3	4,0	3,7	4,0	3,9
Taxa de câmbio, fim do período (ML/US\$)	1,86	2,04	2,35	2,66	3,90	3,26	3,35	3,40	3,45	3,45
Crescimento de outros ativos de instituições depositárias dentro do setor residente privado	18,7	16,4	14,1	12,1	7,9	(3,7)	1,9	5,0	6,7	9,2
Outros créditos de instituições depositárias para residentes do setor privado / PIB	55,2	58,4	60,2	62,3	64,7	59,7	58,2	57,7	57,9	59,5
Crescimento efetivo real da taxa de câmbio	3,5	(10,0)	(5,6)	(1,0)	(15,8)	6,7	N/A	N/A	N/A	N/A

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

## TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

---

República Federativa do Brasil

---

Principais fatores de rating	Categoria
Avaliação institucional	Neutra
Avaliação econômica	Fraca
Avaliação externa	Neutra
Avaliação fiscal: flexibilidade e desempenho	Fraca
Avaliação fiscal: carga de endividamento	Fraca
Avaliação monetária	Neutra

---

*Observação: A análise da S&P Global Ratings da qualidade creditícia soberana baseia-se em sua avaliação e classificação de cinco principais fatores de rating: (i) avaliação institucional; (ii) avaliação econômica; (iii) avaliação externa; (iv) a média da flexibilidade fiscal e do desempenho e a carga de endividamento; e (v) a avaliação monetária. Cada um desses fatores é avaliado em um continuum que varia de 1 (mais forte) a 6 (mais fraco). A seção V.B. da “Metodologia de Ratings Soberanos” da S&P Global Ratings, publicada em 23 de dezembro de 2014, resume como os vários fatores se combinam para se obter o rating soberano em moeda estrangeira, enquanto a seção V.C detalha como são determinadas as classificações. A tabela de classificação de ratings resume se consideramos que os fatores específicos de rating listados em nossa metodologia constituem um ponto forte ou fraco para o perfil de crédito soberano, ou se os consideramos neutros. Os conceitos de “ponto forte”, “neutra”, ou “ponto fraco” são absolutos, e não comparados a governos soberanos em uma determinada categoria de rating. Portanto, os governos soberanos com ratings mais elevados normalmente apresentam mais pontos fortes, e os governos soberanos com ratings mais baixos, mais pontos fracos. De acordo com a metodologia de ratings soberanos da S&P Global Ratings, uma mudança na avaliação dos fatores acima mencionados não leva necessariamente a uma mudança nos ratings, e uma mudança de rating nem sempre se baseia em mudanças em uma ou mais avaliações.*

---

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

## Critérios e Artigos Relacionados

### Critérios

- [Tabelas de mapeamento das escalas nacionais e regionais da S&P Global Ratings](#), 14 de agosto de 2017
- *General Criteria: Methodology For Linking Long-Term And Short-Term Ratings*, 7 de abril de 2017
- [Metodologia de Ratings Soberanos](#), 23 de dezembro de 2014
- [Ratings de Crédito nas Escalas Nacionais e Regionais](#), 22 de setembro de 2014
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009
- [Metodologia para determinar a avaliação de transferência e conversibilidade](#), 18 de maio de 2009

### Artigos

- *Sovereign Ratings History*, 3 de agosto de 2017
- *Global Sovereign Rating Trends: Midyear 2017*, 12 de julho de 2017
- *Banking Industry Country Risk Assessment Update*, 7 de julho de 2017
- [S&P Global Ratings coloca ratings de longo prazo 'BB' e 'brAA-' do Brasil em CreditWatch negativo por aumento das incertezas políticas](#), 22 de maio de 2017
- *2016 Sovereign Ratings Update: Outlook and CreditWatch Resolutions*, 18 de abril de 2017
- *2016 Annual Sovereign Default Study and Rating Transitions*, 3 de abril de 2017
- Sovereign Risk Indicators. Uma versão interativa está disponível em <http://www.spratings.com/sri>, 6 de julho de 2017
- [Avaliação do Risco da Indústria Bancária \(BICRA\): Brasil](#), 22 de março de 2017
- *Sovereign Debt 2017: Global Borrowing To Drop By 4% To US\$6.8 Trillion*, 23 de fevereiro de 2017

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

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

A avaliação do comitê sobre os fatores-chave de rating é refletida na Tabela de Classificação de Ratings acima.

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

## LISTA DE RATINGS

Ratings Reafirmados; Ação de *CreditWatch* e de Perspectiva

### REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL

Ratings de Crédito Soberano

Escala Global	De	Para
Moeda Estrangeira	BB/CW Neg./B	BB/Negativa/B
Moeda Local	BB/CW Neg./B	BB/Negativa/B
Escala Nacional Brasil	brAA-/CW Neg./--	brAA-/Negativa/--

Ratings Reafirmados; Ação de *CreditWatch*

### REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL

Ratings de Emissões

	De	Para
Notas <i>senior unsecured</i>	BB/CW Neg.	BB
Notas <i>senior unsecured</i>	brAA-/CW Neg.	brAA-

Reafirmação

Transferência & Conversibilidade Inalterada	BBB-
---	------

EMISSION	DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL	DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING
<b>REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL</b>		
Ratings de Crédito de Emissor		
Escala global		
Moeda estrangeira longo prazo	01 de dezembro de 1994	22 de maio de 2017
Moeda estrangeira curto prazo	02 de abril de 1997	22 de maio de 2017
Moeda local longo prazo	19 de junho de 1996	22 de maio de 2017
Moeda local curto prazo	02 de abril de 1997	22 de maio de 2017
Escala Nacional Brasil longo prazo	07 de março de 2000	22 de maio de 2017

## INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS ADICIONAIS

### Outros serviços fornecidos ao emissor

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

### Atributos e limitações do rating de crédito

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

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

### Fontes de informação

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

**Aviso de ratings ao emissor**

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

**Frequência de revisão de atribuição de ratings**

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

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

**Conflitos de interesse potenciais da S&P Global Ratings**

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

**Faixa limite de 5%**

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

Copyright© 2017 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

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

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

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

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

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

#### Austrália

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