

# A construção cultural do mercado de risco de crédito soberano brasileiro: entre Estado e mercado

## The cultural construction of brazilian sovereign credit risk market: between State and market

*Ana Carolina Bichoffe<sup>1</sup>*

**Resumo:** O artigo tem como objetivo demonstrar como a manifestação do risco de crédito soberano é histórica e culturalmente situada e, portanto, constituída e desfeita a partir de disputas culturais e políticas, sob substrato financeiro e econômico. Nesses jogos as objetivações das avaliações e notas das agências classificadoras de risco ganham enorme legitimidade e poder. Para dar conta deste propósito são analisados dois momentos políticos considerados marcadores relevantes para a constituição da atual morfologia econômica e financeira do Brasil. O primeiro se refere a chamada “quarta-feira 13” do câmbio, ocorrida em 1999, considerada o deflagrador da crise do regime cambial brasileiro. O segundo em 2008, se refere a opção do pagamento da dívida externa brasileira. As tensões suscitadas por estes dois eventos e os debates que se seguiram implicaram em uma sequência de transformações na morfologia do mercado de títulos públicos e no aparato cultural responsável pela percepção e definição da noção de risco. A suposição proposta é de que a performance da noção de risco, produzida pelas agências de classificação de risco, incitam governos a adotar estratégias de ação em torno da minimização de riscos e aumento de suas credibilidades. A principal contribuição deste trabalho é explorar este importante objeto: o mercado de títulos públicos brasileiro, ainda pouco tratado pela sociologia das finanças brasileira e, tal como o referencial teórico internacional sugere, dimensionar em que medida as agências de classificação de risco de fato ‘docilizam’ o comportamento dos agentes do mercado, organizações e governos.

---

<sup>1</sup> Doutoranda do Programa de Pós-Graduação em Ciência Política (PPG-Pol/UFSCar) da Universidade Federal de São Carlos. Pesquisadora do Núcleo de Estudos em Sociologia Econômica e das Finanças (NESEFI) e Núcleo de Estudos e Pesquisa sobre a sociedade, poder, organização e mercado (NESPOM). E Visiting Student Researcher no Departamento de Sociologia da University of California (UC) Berkeley. E-mail: acbichoffe@berkeley.edu.

**Palavras-chave:** Risco de crédito; Dívida pública; Financeirização; Disputas culturais.

**Abstract:** This article aims to demonstrate how the manifestation of sovereign credit risk is historically and culturally situated and thus made from cultural and political disputes in the financial and economic substrates. In these games the objectifications of reviews and notes of credit rating agencies gain enormous legitimacy and power. To attain the objective, this paper analyses two political moments that are considered relevant markers for the establishment of the current economic and financial morphology of Brazil. The first refers to the so-called "Wednesday 13th" exchange that took place in 1999, considered the trigger of the Brazilian exchange rate crisis. The second moment takes place in 2008, when Brazil opted to pay its foreign debt. Narratives raised by these two events and the discussions that followed resulted in a sequence of changes in the morphology of the government securities market and in the cultural apparatus responsible for the perception and definition of the notion of risk. The proposal is that the performative notion of risk produced by the rating agencies urges governments to take strategic actions around the minimization of risk and the increase of their credibility. The main contribution of this work is to explore this important subject: the Brazilian government bonds market, which is still overlooked by the Brazilian sociology of finance and to point out, as the international theoretical framework suggests, the extent that the Credit Rating Agencies actually 'docile' the behavior of market players, organizations and governments.

**Keywords:** Credit risk; Public debt; Financeirization; Cultural disputes.

## 1. Introdução

Apesar de não possuir o glamour e a excitação conferida ao 'stock-market', o 'debt-market' supera em muito o mercado de ações em termos de volume e valor. A importância e a magnitude desse amplo mercado tornaram-se elementares, pois trata-se da necessidade de Governos, organizações e indivíduos dinamizarem suas economias e refinanciarem suas dívidas. As distintas nuances e imbricações deste mercado oferece uma pauta pertinente e robusta para a sociologia das finanças contemporânea, que aos poucos ingressa no campo de estudos da sociologia brasileira. Assim, para este trabalho o 'debt-market' brasileiro é sem dúvida *la vedete de l'heure*.

Apesar da recente crise financeira internacional, deflagrada justamente pela bolha do crédito (Estados Unidos, 2007), as condições favoráveis à ampliação desse mercado se mantiveram. Trata-se de um fenômeno analiticamente interessante: em vez de uma redução do endividamento - ou para usar o termo nativo 'desalavancagem' - após a crise, as principais economias mundiais elevaram suas obrigações em relação ao seu PIB. Dessa forma, a dívida global cresceu 57 trilhões de dólares americanos entre 2007 e 2014, passando de um total de 142 trilhões para 199 trilhões de dólares, valor que corresponde a 17% do Produto Interno Bruto (PIB) mundial (MCKINSEY & COMPANY, 2015). Desses, 25 trilhões (2,14% do PIB mundial) correspondem a títulos da dívida pública de Estados Soberanos.

Os títulos públicos, um dos principais produtos desse mercado, se consagraram como importantes instrumentos para o financiamento da dívida e de custeio de atividades de Governos. Nesta chave explicativa fornecida pelo corolário financeiro *mainstream*, os títulos são um instrumento apropriado para financiar o investimento público na construção de ativos de elevado custo e longa duração, como hidrelétricas, portos e rodovias. Ou ainda disposições, para o financiamento de despesas emergenciais e extraordinárias, mesmo que não sejam investimento, como as relacionadas a calamidades públicas, guerras ou outro tipo de choque temporário.

Entretanto, as condições objetivas da realidade mostram que muitos Estados fazem uso da dívida pública para financiar o déficit público gerado por gastos com despesas correntes de consumo. Essa prática é condenada pelo segmento *mainstream* de economistas e financistas, pois consideram provável que descambe o descontrole dos gastos, e que surjam ondas de calotes entre Estados. Novamente, de acordo com a visão majoritária das finanças

internacionais, os títulos são um mecanismo eficiente de financiamento público<sup>2</sup> apenas se conduzidos nos parâmetros difundidos pelos organismos multilaterais como o Fundo Monetário Internacional (FMI), a International Organization of Securities Commissions (IOSCO), o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e o Banco Mundial (BIRD) e pelo próprio Governo Norte-americano.

No Brasil, a incorporação deste modelo ocorre no Governo Fernando Henrique Cardoso (FHC), como uma estratégia consciente de angariar fundos para reestabelecer o equilíbrio econômico e fiscal. Essa estratégia também foi justificada como um modo de inserir o país na vanguarda das finanças internacionais. Assim, a estreia do Estado brasileiro no “debt-market” internacional ocorre simultaneamente à estruturação do mercado de títulos da dívida soberana na década de 1990. Este período marca a substituição da dependência quase exclusiva de financiamentos externos (empréstimos de organismos multilaterais) pela rolagem da Dívida Pública Federal (DPF) por meio de capitalização do próprio Estado com a emissão de títulos. Essa mudança que engendrou profundas transformações nos espaços econômicos e políticos contemporâneos e na forma como as finanças públicas são vistas, interpretadas e passam a interagir com a sociedade.

Uma novidade em relação às tradicionais letras de títulos, emitidas desde os tempos do Brasil Colônia, é que nesse novo espaço de comercialização, os títulos de agora podem ser negociados no mercado secundário, ou seja, revendidos para terceiros, inclusive para pessoas físicas<sup>3</sup>. É com base nessas

---

<sup>2</sup> Uma característica morfológica do mercado de títulos públicos é que tanto os prazos quanto a remuneração são previamente definidos. A remuneração, em geral, corresponde à confiança depositada por investidores na capacidade de o governo honrar seu compromisso futuro.

<sup>3</sup> Trata-se de uma iniciativa da Secretaria do Tesouro Nacional, desenvolvido em parceria com a BMF&F Bovespa, de democratizar o acesso aos títulos públicos federais para pessoas físicas. Com um valor mínimo de R\$30,00 é possível realizar aplicações por meio da internet. Concebido em 2002, esse programa modificou o modo de investimento em títulos públicos para pessoas físicas, já que até então era possível somente indiretamente, por meio de fundos de renda fixa

negociações que são constituídas as referências de preços dos diversos ativos, que por sua vez determinarão o custo de financiamento dos títulos do Governo. Portanto, a facilidade com que investidores entram e saem desse mercado, compreendida pelos agentes do mercado como *liquidez*, é considerada no campo econômico e das finanças como uma variável egrégia para o fortalecimento do mercado como um todo.

Outra novidade embutida neste novo mercado é a convenção em torno do uso das classificações fornecidas pelas agências de classificação de risco de crédito. Em termos práticos, a notação e o ranking de classificação das agências<sup>4</sup> oferece ao mercado de títulos públicos global um parâmetro comparativo sobre a definição da 'qualidade' do crédito aos Estados Soberanos. Em outras palavras, elas produzem informações equivalentes capazes de afetar a interpretação de agentes atuantes no mercado, seja do investidor ou do tomador de empréstimo (no caso o Estado), produzindo perspectivas de estabilidade ao espaço financeiro (SINCLAIR, 2005; 2010).

A legitimidade das classificações fornecidas pelas agências de classificação de risco de crédito pode ser abordada por dois vieses predominantes entre os especialistas deste objeto. O primeiro reside na posição das agências como produtoras de indicadores de performance dos Estados. Trata-se de uma perspectiva em parte funcionalista, que toma o papel das agências no sistema econômico global. De acordo com este esquema conceitual, as agências assumiram uma condição que antes cabia aos bancos: a produção, análise e concessão dos processos de empréstimos. As agências se tornaram o que Gourevitch (2002, citado por SINCLAIR, 2010) denomina de

---

que, por cobrarem elevadas taxas de administração, especialmente em aplicações de baixo valor, reduzem a atratividade desse tipo de investimento.

<sup>4</sup> As agências de classificação de risco usualmente atribuem notas para as dívidas de curto e longo prazo, em moeda local e estrangeira. As escalas usadas pelas agências podem ser representadas por letras, números e sinais matemáticos (+ ou -) e normalmente vão de 'D' (nota mais baixa) a 'AAA' (nota mais alta). Tais notas são classificadas, pelos participantes do mercado, em dois grupos: Grau Especulativo (D até BB+) e Grau de Investimento (BBB- até AAA) (STN, 2014).

“intermediários de reputação”, de forma semelhante a contadores, analistas e advogados, que são essenciais para a dinâmica do sistema.

In fact, it was not too many years ago that rating agencies were little known outside the United States. Until the mid-1990s most European and Asian companies relied on their market reputations alone to secure financing. But this changed when the pressure of globalization led to the desire to tap the deep American financial markets and to a greater appetite for higher returns and thus risk. In these circumstances, the informality of traditional old boys’ networks is no longer defensible to shareholders or relevant to pension funds half way around the world. The result is that an essentially American approach to market organization and judgment has become the global norm in the developed world, and increasingly, in emerging markets as well (SINCLAIR, 2010: p. 4).

Uma leitura mais refinada desta perspectiva argumenta que as agências de classificação são consideradas atores importantes porque as pessoas as consideram relevantes e, agem nos mercados com bases nesse entendimento. Mesmo que seja impossível para um analista ou pesquisador isolar os benefícios específicos que tais agências gerariam para esses atores do mercado, o simples fato das notas existirem e nomearem situações e percepções de uma realidade em detrimento de outro quadro de possibilidades e alternativas, já as qualifica como entidades legítimas do espaço.

The fact that people may collectively view rating agencies as important – irrespective of what ‘function’ the agencies are thought to serve in the scholarly literature – means that markets and debt issuers have strong incentives to act as if participants in the markets take the rating agencies seriously. In other words, the significance of rating is not to be estimated like a mountain or national population, as a ‘brute’ fact which is true (or not) irrespective of shared beliefs about its existence, nor is the meaning of rating determined by the ‘subjective’ facts of individual perception (Ruggie 1998: 12-13, citado por SINCLAIR, 2010).

Rompe-se, portanto, com a visão limitante de que as ferramentas são apenas uma exigência contratual de muitos dos *dealers* dos mercados. Os indicadores de performance produzidos pelas agências podem influenciar as

decisões de políticas de Estado, especialmente quando estas se baseiam em monitoramentos sistemáticos e comparativos (em especial quantitativo) desses atores respeitados e legítimos. A promulgação de tais indicadores é um exercício do que Joseph Nye (2004) chama de "soft power", e que pode ser pensado como uma forma de governança informal (Davis, Fisher, et. Al, 2012 citado por KELLEY & SIMMONS, 2014).

O segundo viés argumenta que as agências são "key benchmarks" justamente por estabelecerem regras que vão para além das regras regulatórias. A gramática classificatória produzida pelas agências, não apenas cria, mas também performa novas formas de comportamento e ordenamento do espaço. Não se trata de regras tácitas, mas regras incorporadas através de um modo sutil de governamentalidade (SINCLAIR, 2005; 2010).

Parte deste entendimento é apresentado por economistas que identificam nas notações de risco fortes impactos políticos na capacidade de influenciar autoridades monetárias no balizamento da taxa de juros<sup>5</sup>, e por consequência, também na definição dos padrões de inflação, controle orçamentário e da gestão da dívida pública (MEGALE, 2005; SHOUSA, 2008; GIAMBIAGI, 2010; MENDONÇA, VIVIAN, 2008; MOREIRA et al, 2008). Portanto, o ato de ordenar e comparar a dimensão risco dos Estados produz importantes consequências no campo político e das políticas públicas. A principal delas é fundamentalmente de censurar a ação de Estados (KELLEY & SIMMONS, 2014).

Deste modo o presente artigo trabalha manifestações não tão evidentes, ou seja, como a manifestação do risco de crédito soberano é histórica e culturalmente situada. Portanto, constituída e desfeita a partir de disputas culturais e políticas, sob anteparo financeiro e econômico, nos quais as agências

---

<sup>5</sup> De acordo com a doutrina econômica prevalecente no Brasil, quanto maior o risco de um país, maior deverá ser a taxa de juros praticada por suas autoridades monetárias como esforço de estabilização da economia e atração de investimentos (MEGALE, 2005; SHOUSA, 2008; GIAMBIAGI, 2010).

classificadoras de risco ganham enorme poder e legitimidade, diante da objetivação de suas análises por uma nota ou classificação.

Dito de outra forma, a constituição da noção de risco soberano depende das possibilidades de significação dadas por distintas ordens culturais que se reforçam através de representações e discursos. Incutidos nessas ordens culturais, os efeitos simbólicos das notações produzidas pelas agências se mostram eficientes artefatos de autoridade, e acabam por exercer um papel que diminui a necessidade de agudas intervenções regulatórias ou sanções econômicas de outras nações e instituições multilaterais.

A proposição sustentada neste trabalho é de que tais dispositivos cognitivos, ou seja, a cultura epistêmica de mensuração estatística, empacotamento e classificações de informações que também pautam e regem a construção dos ratings, passam a fazer sentido e adquirem legitimidade e aderência. Trata-se de uma convergência de distintas ordens culturais, produtoras de sentido. Em outros termos, estamos a verificar a concorrência de práticas discursivas - seja dos organismos multilaterais, dos *dealers* do mercado, das agências, ou mesmo dos Estados - que se ligam por dois domínios: o domínio do empírico e a forte influência produzida pelo campo da matemática moderna<sup>6</sup>.

Assim, a primeira parte do artigo traça uma breve apresentação da constituição do mercado de títulos públicos federais. A descrição das decisões e encaminhamentos produzidos pelos governos, por meio da análise de um

---

<sup>6</sup> Ao cabo, “Em uma cultura e em dado momento, só existe uma epistême, que define as condições de possibilidade de todo saber” (FOUCAULT, 1966, p. 179). A epistême remete a um quadro referencial de pensamento, como aponta Koyré, ou seja, há um campo de pensamento que mostra como os saberes estão relacionados, por mais diferentes e diversificados que pareçam ser. Para Foucault, a epistême de uma época não é a “soma de seus conhecimentos”, mas indica o “afastamento, as distâncias, as oposições, as diferenças, as relações de seus múltiplos discursos científicos” (FOUCAULT, 1972, p. 60). Este campo “indefinidamente descritível de relações”, este campo de saber possível de uma dada época, possibilita apontar para a relação entre a concepção da Microfísica e a nova abordagem sobre o poder realizada por Foucault (Tradução literal de POWER, 2011).

conjunto de práticas (não) discursivas, engendram evidências fascinantes de como, em contextos históricos e socioculturais singulares as noções de risco, perigo e medo aparecem num jogo complexo do “verdadeiro e do falso” (FOUCAULT, 2008).

A segunda parte do artigo toma narrativas de dois momentos específicos da história recente de governos brasileiros, de espectro políticos opostos, fornece indícios interessantes sobre a relação entre ação política e a “governamentalidade” das notas produzidas pelas agências de classificação de risco em relação as gestões das finanças públicas.

O primeiro evento se refere a chamada “quarta-feira 13” do câmbio e seus desdobramentos. Ocorrida em janeiro de 1999, foi responsável por deflagrar a crise do regime cambial brasileiro e tencionar a sustentação política do Governo de Fernando Henrique Cardoso (FHC). O período foi marcado pela queda sustentada do rating brasileiro para títulos de longo prazo. Chama a atenção o sistema de estratégias e crenças invocadas para lidar com a apreensão do momento.

O segundo evento, em 2008, em tempos de Governo Lula, com a estratégia política de pagamento da dívida externa. Medida amplamente criticada por alas da oposição, pela elite intelectual e financeira do mercado nacional e por parte de uma militância de apoio ao Governo. Dado seu caráter contra intuitivo - se visto sob o prisma da *doxa* econômica vigente - em longo prazo elevaria as despesas do Estado com pagamento de imódicos dividendos. Assistida como uma política produtora pelas agências de classificação de risco, promovendo assim a nota do Brasil ao grau de investimento, marco inédito na recente história financeira deste mercado.

Novamente, a escolha destes dois momentos não se dá ao acaso. Eles são tomados como *framings* interessantes por contar, a partir dos debates que se seguiram nas mídias impressas e digitais, as contradições e disputas em torno das ideias, posicionamentos e práticas adotadas pelos agentes. Sejam os agentes

do Governos, no caso as cúpulas do Banco Central e Ministério da Fazenda, seja a oposição política que, em certa medida se une ao discurso dos agentes do mercado (ainda que por motivações distintas), e que juntos fazem eco ao posicionamento das agências de classificação de risco. Intermediando o debate, intelectuais e jornalistas que, com a pretensão de dar inteligibilidade e clareza a este intrincado e complexo jogo discursivo, acabam por impor (conscientes ou não de suas intenções) seus filtros e posicionamentos.

## **2. Breve recuo historiográfico: sobre os antecedentes do *debt market* brasileiro**

O cenário internacional da década de 1990 se mostrava favorável aos países da periferia. Dentre os fatores que possibilitaram essa situação: “o crescimento do volume das aplicações financeiras nos países centrais e também nos mercados ‘emergentes’; o ‘alívio’ produzido nas carteiras dos credores norte-americanos em função do Plano Brady de renegociação da dívida externa<sup>7</sup>; e o aperfeiçoamento das políticas de liberalização econômica de países periféricos” (SALLUM JR, 2004: 61; SASSEN, 2012).

No Brasil, a instituição do mercado de títulos públicos federais fora perpetrada por uma coalizão entre lideranças políticas do centro e da direita (SALLUM JR., 2004; GIAMBIAGI, 2005) que comandaram o plano de reformas liberais e da estabilização da economia. Esse projeto político foi materializado pelo Plano Real e a candidatura de Fernando Henrique Cardoso (FHC), ex

---

<sup>7</sup> Os bradies são os títulos criados por ocasião da reestruturação das dívidas externas de países que aderiram ao Plano na década de 1990. No caso brasileiro, a reestruturação da dívida externa ocorreu em 1992, envolvendo a troca da dívida de responsabilidade do setor público por sete novos bônus de emissão da República, cada um com suas peculiaridades. Dentre os bradies, o C-bond (ou Front-Loaded Interest Reduction Bond with Capitalization) foi o título brasileiro mais líquido no mercado internacional. Em 18 abr. De 2006 o Tesouro Nacional exerceu seu direito de resgate antecipado (‘call’) do estoque remanescente dos títulos emitidos no Plano Brady, no valor aproximado de US\$ 55 bilhões.

Ministro da Fazenda e articulador do Plano, ainda em tempos de Governo Itamar Franco (1992-1995).

A adoção do Plano Real (1994), via de regra iniciada com a implantação da medida provisória 434 que instituiu a Unidade Real de Valor (URV), e as regras de conversão e uso de valores monetários, tinha como propósito imediato a mitigação da hiperinflação. O primeiro passo, tal como o conjunto de categorias e de pensamentos disseminados pelo conhecimento econômico prevalecente – herança cultural dos anos 1970/80 - foi o equilíbrio das contas públicas, com redução de despesas e aumento de receita, seguido da adoção de um conjunto de medidas que se resumiam fundamentalmente em uma desvalorização controlada da taxa de câmbio e aumento da taxa de juros de nominal, como justificativa para atração de investimentos de longa duração e mitigação dos ‘riscos’.

Esta nova arquitetura política e econômica foi exitosa em sua instalação por seu alcance ter excedido o espaço dos mercados financeiros. A equipe econômica de FHC realizou um grande empreendimento de divulgação, para distintas esferas sociais, que o novo mercado de títulos traria amplos benefícios para a sociedade brasileira. Neste constructo cultural do Governo, o mercado de títulos era mais uma novidade financeira entre um conjunto de práticas e outras ferramentas também oriundas de espaços diferentes do Estatal que passam a se impor como legítimos modelos de gestão (GRÜN, 2003; 2005; 2013)<sup>8</sup>.

Seguindo a análise de Mary Douglas sobre a construção de institucionalidades no mundo contemporâneo, podemos dizer que a transformação cultural e econômica que introduziu a ideia de governança corporativa é produzida por meio de uma convergência cognitiva; um feixe de acordos mais ou menos explícitos entre as diversas elites do país, que cria novos sistemas simbólicos, novas formas de equivalência entre trunfos e fenômenos, vistos anteriormente como estanques ou incomensuráveis (cf. Douglas, 1986; Desrosières, 1989; Desrosières, 2008, citados por GRÜN, 2013: p. 183).

---

<sup>8</sup> Trata-se fundamentalmente da Governança Corporativa, private equity,

Assim, no caso brasileiro ocorre uma mudança significativa no modelo de endividamento assumido do país. O Plano Brady instituiu um modelo de negociação de títulos públicos no mercado internacional baseado em uma estrutura da dívida mobiliária, ou seja, ativos livremente negociados em mercado secundário, com relativa liquidez (com a possibilidade do investidor revendê-lo em mercado secundário, caso deseje). Esta negociação do spread soberano implica, portanto, que o mercado de títulos públicos está “quantificando o risco de crédito desse país e, portanto, atribuindo expectativas quanto à trajetória futura da capacidade de pagamento do país medida através de seus fundamentos econômicos” (MOREIRA et al, 2008: p.12).

Como apresentado anteriormente, esta mudança atraiu interesse das agências de classificadoras de risco, que ampliaram seu portfólio de atuação, em grande medida incentivadas por organismos multilaterais como International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Fundo Monetário Internacional (FMI)<sup>9</sup>, BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento) e BIRD (Banco Mundial) e em parte pelo próprio Governo Norte-americano, como estratégia consciente que já se desenrolava desde meados da década 1980 (IOSCO; FMI, 2011) – de produzir uma convenção de equivalências sobre os títulos e ainda permitir uma regulação sem a ingerência direta destas instituições. Emergia aí, na formulação ideal e normativa, a possibilidade de encerramento do conflito entre a liberdade de ação nos mercados e intervenção estatal.

Os títulos emitidos após 1994 compunham a chamada dívida soberana, que contrastava com a ‘dívida reestruturada’ oriunda dos tempos dos Governos Militares. Como os títulos tipo Brady possuíam o estigma de serem fruto de um processo de renegociação, suas taxas em geral encontravam-se acima da

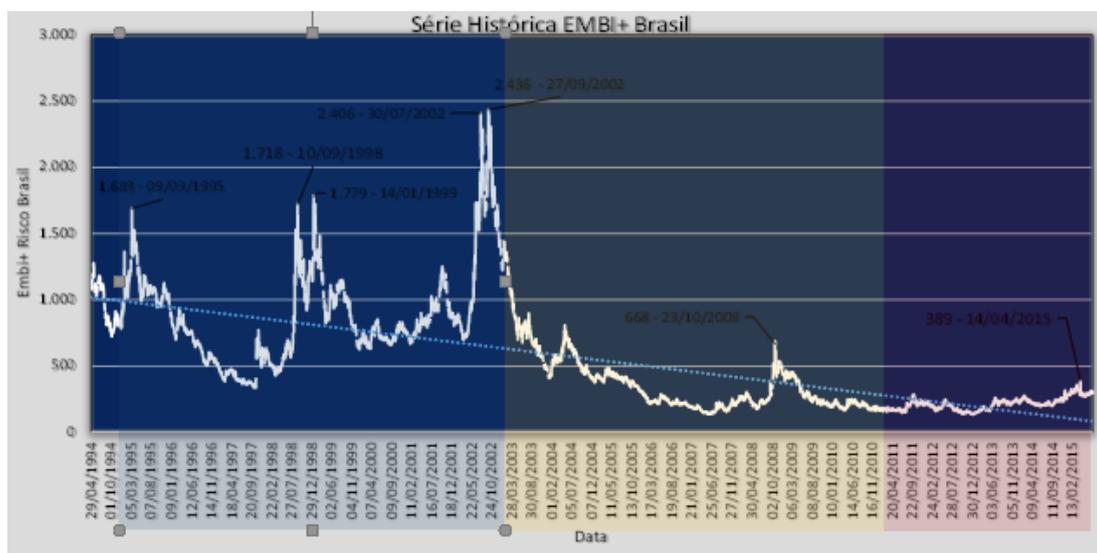
---

9 Em 1986 o Fundo Monetário Internacional (FMI) publica o Manual de Estatísticas Fiscais (A Manual on Government Finance Statistics – 1986) com o propósito de ajudar os países membros na compilação de informações estatísticas, facilitando a análise das operações dos governos e o impacto econômico de suas atividades.

chamada “curva justa”, da qual faziam parte apenas os títulos soberanos emitidos após 1994 (STN, 2010). Cria-se neste momento um marco, uma ruptura entre o passado estigmatizado, marcado pelos títulos ‘podres’ e o futuro com perspectiva positiva. A narrativa é resignificada e um novo conjunto de agentes assumem seu controle.

Ainda que as crises internacionais subsequentes (México em 1994, Ásia em 1997, Rússia 1998, Brasil 1999, Estados Unidos 2008) tenham aberto um enorme campo de análises e discussões no campo midiático e estendido ao acadêmico, seja sobre a debilidade de tais diretrizes pregadas pelas agências de fomento multilaterais ou, ainda pela incapacidade dos países de empregar corretamente os preceitos propalados, o fato é que as autoridades brasileiras reagiram à condição pela qual o país passava mobilizando seu tool kit tradicional (julho-1994/junho 1995).

O Gráfico 1 – Série Histórica do índice Embi+ Brasil oferece uma representação pictórica, e talvez mais sensível, dos impactos e desdobramentos políticos e econômicos no mercado de títulos da dívida pública nacional. Trata-se de um indicador diário emitido apenas aos países considerados emergentes e registra aos mercados os retornos financeiros de uma carteira selecionada de títulos de dívida de determinado país. Este índice varia em relação aos títulos emitidos pelo Tesouro americano, considerados livre de risco. A diferença entre as taxas de retorno são os spreads, ou spreads soberanos.



**Gráfico 1 - Série Histórica do índice Embi+ Brasil\***

Fonte: Elaborado pela autora com base no banco de dados disponível no IPEADATA, 2015.

\* A unidade de medida é o ponto-base. Dez pontos-base equivalem a um décimo de 1%. Os pontos mostram a diferença entre a taxa de retorno dos títulos de países emergentes e a oferecida por títulos emitidos pelo Tesouro americano. Essa diferença é o spread, ou o spread soberano. O EMBI+ foi criado para classificar somente países que apresentassem alto nível de risco segundo as agências de rating e que tivessem emitido títulos de valor mínimo de US\$ 500 milhões, com prazo de ao menos 2,5 anos.

Faz parte da *illusio* econômica que em momentos de ‘tensão’ e de aumento da expectativa em relação a uma suposta volta/aumento da inflação os agentes do mercado busquem títulos cambiais (ou ainda títulos pós-fixados aos juros de curto prazo), ou seja, remunerados em relação a variação do dólar. Ao emitir títulos destas modalidades o Governo, via Banco Central, assinala que busca a manutenção e ou retorno à estabilidade ainda que aumente suas despesas com pagamento de juros mais elevados. Na prática, ocorreu que em 1994/1995 os títulos atrelados ao câmbio foram substituídos por títulos pós-fixados<sup>10</sup>. Ou seja, em termos de retorno aos investidores pouco mudou.

<sup>10</sup> Neste período se referia a taxa de overnight, remuneradora dos títulos pós-fixados, só sendo tratada como taxa básica de juros – SELIC - a partir de 1997 (BANCO CENTRAL, 2015).

Dessa forma, duas interpretações distintas sobre esta ação do Governo, e os obstáculos com os quais se defronta, são postas em destaque. Na retórica governamental - e da própria teoria econômica prevalecente no período - a indexação dos títulos pós-fixados (atrelada à taxa de juros interna) fora a única saída para lidar com as incertezas criadas pela instabilidade do período. Ou seja, no discurso governamental esta se mostrava a estratégia assertiva para evitar uma debandada em massa de investidores. Assegurando retorno seguro e de alta liquidez, estaria assegurada a perenidade do mercado de títulos brasileiro.

A fixação das taxas básicas de juros (sobretudo reais, em patamares altíssimos) a partir da introdução da nova moeda, foi o instrumento direto para a indução da captação de poupança externa e da sinalização quanto à manutenção de expressivos rendimentos para quem adquirisse os títulos públicos emitidos em reais (CASA, 2008: p. 23).

Outra interpretação, vigente entre grupos opositores ao Governo FHC, e em parte incorporada de discussões e posicionamento de intelectuais e economistas considerados de uma vertente heterodoxa, tomou como descabida as medidas adotadas. A estratégia de minar qualquer recessão cambial por meio do controle da saída de capitais via elevação da taxa de juros básica passou a ser altamente criticada:

Nesse contexto, grupos privados, residentes ou não, aproveitaram para realizar oportunidades de lucros associados a uma ciranda financeira internacional. Tomavam recursos em mercados exteriores (em dólares) a juros baixos e aplicavam-nos no mercado financeiro brasileiro (em ativos denominados em reais), principalmente em títulos públicos federais. Como o câmbio era fixo e o diferencial de juros expressivo, o lucro tornou-se certo, considerável e sem grandes esforços. Para se ter uma ideia, enquanto as taxas de juros básicas praticadas pelo FED estiveram na casa dos 5% a.a. nesse período, as taxas básicas da economia brasileira oscilaram na faixa dos 20% a 40% a.a., com picos superiores a isto. Os dados confirmam o endividamento externo privado excessivo. Sua participação no total saltou de 40% em 1994 para 62% em 1997 (METRI, 2014).

O debate em torno dos fundamentos econômicos e das possibilidades de saída no campo intelectual de esboça da seguinte forma: de um lado uma lógica fundamentada e legitimada pela ‘teoria’, assentada nos saberes ‘puros’ dos preceitos econômicos contemporâneos; e de outro lado, a lógica fundada e destinada a razão prática, relativizada pelas normas culturais locais. Esta disposição do campo econômico tende a se polarizar ainda mais ao longo dos anos subsequentes<sup>11</sup>. Chama a atenção, e cabe lembrar Bourdieu (2011) que se trata de um espaço de posições e disposições desejáveis e, portanto, hierárquico - porém dinâmico - e que neste determinado momento prevalece o ‘polo científico’ (guiado pela competência científica) sobre o que poderia ser percebido como o ‘polo mundano’ (pautado pela competência social).

### **3. Governo FHC: evidências de uma pedagogia moral de controle e gestão do risco**

Em 1995, com o indicador Embi+, batendo na casa dos 1.619,12, o esforço do Governo por meio de discursos apaziguadores e as costuras políticas para emplacar as novas medidas econômicas surtiram efeito imediato – dada a alta rentabilidade das aplicações em moeda local houve um rápido retorno de investidores - “as reservas internacionais fecharam 1995 em US\$ 52 bilhões [dez 1994 US\$39 bi; abr 1995 US\$32 bi]. Ao mesmo tempo a inflação começou a ceder e daí em diante a taxa anual caiu ao longo de quatro anos consecutivos” (GIAMBIAGI, 2005:169).

Do ponto de vista analítico, observado certo número de instâncias, surge um repertório fixo de possíveis causas do “infortúnio” de uma sociedade, e uma explicação plausível é escolhida – e o que se segue é um repertório fixo de ações

---

<sup>11</sup> Sobre a origem, trajetória e querelas entre a chamada equipe dos “economistas do real” e aqueles que os sucederam nos governos petistas ver Grün (2011) e (2014).

<sup>12</sup> Trata-se de um indicador diário, elaborado pelo Banco JPMorgan, emitido apenas aos países considerados emergentes. O indicador registra aos mercados os retornos financeiros de uma carteira selecionada de títulos de dívida de determinado país. Este índice varia em relação aos títulos emitidos pelo Tesouro americano, considerados livre de risco. A diferença entre as taxas de retorno são os spreads, ou spreads soberanos.

obrigatórias. Nessa perspectiva analítica, Douglas (2005:5) sugere três grandes tipos de explicação para os infortúnios que solapam comunidades: moralística; ação de adversários individuais; e o inimigo externo.

Ainda que indícios revelem a presença dos três tipos explicativos para o infortúnio do colapso econômico pelo qual o Brasil passara, parece prevalecer, ao menos diante do discurso governamental e da sensibilidade social, um repertório de explicações moralísticas – ainda que revestidas de uma roupagem técnica – para justificar os males nacionais. Ou seja, a elevação da taxa de juros se justificava pela insegurança e medo dos investidores estrangeiros frente ao ‘histórico’ brasileiro de descumprimento de contratos e calotes com organismos multilaterais. Tratava-se, portanto, de instituir laços de reciprocidade com investidores através da dívida dos dividendos. Segundo Douglas, esse “diagnóstico” moral do perigo é seguido de uma “purificação” que exorta os infortúnios da sociedade, assegurando o bem público aqueles que obedeçam às leis.

A construção de um perigo comum - em extensão a tese durkheimiana - é fundamental para o aumento do nível de solidariedade da sociedade. No caso, a vulnerabilidade econômica, ou o risco de default, foi por muito tempo considerado o principal infortúnio da sociedade brasileira. A purificação da sociedade pode-se dizer que ocorreu com o Plano Real (1994) - programa de estabilização e reformas econômicas.

Considerado como um sucesso, o Plano Real, abriu-se janela de possibilidades de concretização do projeto político, reforçadas pela aliança partidária amplamente majoritária no Congresso. O novo governo incorporou como estratégia uma missão civilizatória dos espaços econômico e financeiro – pautada, via de regra, por um liberalismo econômico moderado, cujo foco seria a ação do Estado transferir significativa parcela de suas ações empresariais para a iniciativa privada:

[...] expandir suas funções reguladoras e suas políticas sociais; finanças públicas deveriam ser equilibradas e os incentivos diretos às companhias privadas seriam modestos; haveria também restrição aos privilégios existentes entre os servidores públicos; [...] intensificar sua articulação com a economia mundial, abandono de qualquer tipo de veleidade de construir um sistema capitalista autônomo, e dar prioridade ao Mercosul e às relações com os demais países sul-americanos (SALLUM JR, 2004: p. 62).

Durante a implementação dessas medidas, o governo FHC fora aclamado por intelectuais e personalidades do mundo financeiro brasileiro – muitos pertencentes ao seletivo grupo dos “economistas do Real” – como Edmar Bacha, Pedro Malan, Pérsio Arida, André Lara-Rezende, Gustavo Loyola, Gustavo Franco – que justamente por comporem para exortação dos males e fantasmas da hiperinflação, de certo modo passam a ser encarados pelas mídias como “sacerdotes da virtude pública” (GRUN, 2008a). Esta legitimidade, reforçada pela circulação entre governo, principais cadernos de economia e finanças nacionais e internacionais – permitiam-lhes ecoar a ideia de que haviam sido bem-sucedidos na proposta de “enxugar” o Estado e tornar o país um polo seguro e atrativo de investimentos.

A prevalência do discurso deste grupo, não implicava necessariamente em uma relação harmoniosa entre os agentes do governo. Sallum Jr., por exemplo, aponta para a existência de fissuras e a crescente polarização existentes dentro do Governo FHC:

[...] tendência liberal mais acentuada orientada basicamente para a estabilização monetária e comprometida com a promoção de uma economia de livre mercado e, no polo oposto, uma tendência liberal-desenvolvimentista, mais inclinada a dosar as políticas de estabilização monetária em função do crescimento competitivo da economia local, ainda que alcançado com uma intervenção moderada do Estado (SALLUM JR, 2004: p. 64).

No primeiro governo FHC prevalece, portanto, a primeira tendência, mais alinhada a um fundamentalismo de mercado – ao que se observa a política

macroeconômica de sobrevalorização do câmbio<sup>13</sup> e taxas altas de juros na tentativa de estabilização monetária. Aos triunfantes cabem as láureas – ou seja, nesta exitosa empreitada de oferecer a sensação de eliminação/controlar o risco do imaginário e percepção social dos indivíduos - o mecanismo expurgatório dos males, ou seja, o repertório conceitual e prático de como conduzir a economia - se reveste de legitimidade e o governo é reeleito.

Os objetivos dessas políticas seriam, diante de um quadro de desequilíbrio externo acentuado, reduzir a atividade econômica doméstica, as importações e, em decorrência do déficit comercial atrair capitais externos para financiar esse desequilíbrio. Por exemplo, as taxas de juros nominais expressas em bases anuais, passaram de 21% para 43% em out. de 1997 e de 19% para 42% em set/out. de 1998 – decisões estabelecidas nas reuniões do Copom – desse modo poder-se-ia manter um nível razoavelmente alto de reservas que pudesse segurar a moeda (MEGALE, 2005; GIAMBIAGI, 2010).

Bourdieu (2011) nos lembra que a sensibilidade social é muito mais afetada diante de uma ofensa ao conformismo lógico do que ao conformismo moral. Os custos sociais para a implantação estrita dos fundamentos econômicos, apregoados pela ortodoxia *mainstream*, tornam-se agudos a partir de 1998. Apesar da reeleição do Governo, seu prestígio popular é grandemente

---

<sup>13</sup> A questão sobre o câmbio foi um tema que assombrou a equipe econômica do Real desde o início. Chama atenção a entrevista de Francisco Lopes ao Valor Econômico no qual relata as tensões que o tema suscitava: “As discussões de política econômica na reunião de diretoria eram praticamente inexistentes. Então, cristalizou-se o que eu chamo de um regime feudal. A área externa cuidava de câmbio, a área monetária ficou no início com Alkimar (Moura), depois comigo, e não havia o Copom. O Copom foi criado em 1996, já com o Loyola (Gustavo Loyola substituiu Persio Arida na presidência do BC em 1995). Nessa época, o Serra parou de comparecer às reuniões semanais da equipe, que no início eram às segundas-feiras. Ele disse: “Se não se discute câmbio, que é a questão central, eu não vou”. Com a saída do Persio em seguida, que foi muito traumática (Persio Arida saiu magoado com suspeitas levantadas na imprensa de que ele teria passado informações sobre mudança no câmbio ao banqueiro Fernão Bracher, seu amigo pessoal e ex-sócio, a quem visitara num fim de semana), ficou claro que câmbio era um assunto que, quanto menos se discutisse, melhor”. (Valor, Eu – Fim de Semana, 29 de julho de 2005). Entrevista ao Valor Econômico, disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/Terceiros/05.7.ChicoLopes.pdf>

reduzido, em parte devido ao cenário instável no plano da política econômica – como será apresentado - e de outro lado, devido às crises, como, por exemplo, do setor energético (GRÜN, 2005).

No plano de possibilidades de ação do Governo naquele momento, o modelo prático que vigorava no pensamento da equipe econômica se mantinha fixo no controle orçamentário. Como Douglas (1998) nos lembra – toda a escolha ‘em favor’ é também uma escolha ‘contra’. E assim o aperto dos cintos como tentativa de conter a hiperinflação, trouxe no repertório de ações preestabelecidas: a desvalorização do real, a ruptura do regime de câmbio (semifixo para flutuante) e a definição de metas de superávits primários.

Em novembro de 1998, com a perspectiva de rebaixamento da nota pela Moody’s - governo FHC negociou uma linha de crédito no valor de US\$ 41,75 bilhões junto ao FMI, com recursos do BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento) e BIRD (Banco Mundial) incluídos. Novamente, a opção pelo empréstimo junto aos organismos multilaterais tradicionais não é meramente uma decisão de uma política “neoliberal”, como a militância de esquerda assumiu durante muito tempo. Obviamente trata-se de demarcar uma posição no campo social de forças. Mas, mais do que isto, trata-se de um engajamento em uma forma particular de pensar as políticas macroeconômicas, no qual, aparentemente, havia um entendimento mútuo dos agentes públicos sobre como conduzir o país para saída da crise, e as instituições e agentes sequazes.

Bem, homogeneizar o jogo das decisões políticas também é uma falácia. Ainda que houvesse mais ou menos “um consenso civilizado”, sobre os modos de condução da política econômica, ao observar de perto o jogo e as relações dos agentes – a situação torna-se mais complexa. E já em finais de 1998 tornara-se palpável a tensão entre a polarização dos agentes do governo. Tal como os pudores da era vitoriana da sociedade inglesa do século XIX, o governo se esforçava em manter o privado resguardado.

Em setembro de 1998, já estávamos convictos de que não haveria jeito de segurar a economia sem ir ao FMI. Conversamos com muita gente. Com o Robert Rubin, do Tesouro, o Alan Greenspan, do Federal Reserve, e o Stanley Fischer, do Fundo. Eles estavam apavorados e com um certo complexo de culpa porque se dizia que a Rússia estourou por não ter tido apoio do FMI. Então vieram com a ideia de que o pacote fosse grande para que ninguém achasse que pudesse dar errado. [...] Eu achava que, com isso tudo, seria possível navegar e fazer a transição do primeiro mandato para o segundo sem atropelos. Mas recebíamos sinais de que o Fernando Henrique queria mudar a economia. O José Serra, por exemplo, não foi sabotador do real, queria assumir a liderança do real (FRANCO em entrevista à ISTO É DINHEIRO, 2004).

Nos quadros de um ‘conformismo lógico’, e indo contra a aposta no debt-market, é estabelecido o acordo entre credores e Governo brasileiro. Ali foram definidos os patamares de superávits primários a cada trimestre, no qual se considerou a receitas menos despesas sem incluir despesas com juros. A cada revisão do acordo, feita pela missão técnica do FMI, o país teria direito a um novo saque dos recursos disponibilizados<sup>14</sup>.

As mídias cobriram sistematicamente a condução da política macroeconômica mantida até 1999 quando se têm a soma de desequilíbrio externo da balança comercial - dado o aumento das importações e o fraco desempenho das exportações - e uma crise cambial, em parte justificada pelas crises financeiras ocorridas em outras regiões do mundo em momentos anteriores; mas em grande medida, por uma sequência de episódios do governo em curto espaço de tempo que criaram uma nova ansiedade social, uma fissura, capaz de dar sinais sobre a possibilidade de se abrir uma agenda de debates sobre os caminhos políticos possíveis. O monitoramento das agências não passou despercebido pelas nacionais e internacionais: e a ampla repercussão das revisões de perspectivas seguidas de rebaixamento encheram os cadernos econômicos.

---

<sup>14</sup> De acordo com MANFRINI (2002) o Governo cumpriu com sua “lição de casa” e, em todos os semestres, alcançou a meta proposta.

Assim, o marco mítico da reviravolta que de fato abalou o imaginário social brasileiro – colocando à deriva o *ethos* político do Governo FHC, e expondo ao contencioso não apenas a sociedade brasileira, mas também da percepção das agências de classificação de risco e organismos multinacionais - teve origem em uma sucessão de querelas entre membros da equipe econômica governo, contradições e equívocos de avaliações, culminando na “quarta-feira 13” do câmbio.

Em 08 de janeiro, uma sexta-feira, FHC demitiu o então presidente do BC, Gustavo Franco. A demissão foi mantida em segredo até o dia 12. Em seu lugar assumiu o então diretor de Política Econômica e Monetária do BC, Francisco Lopes<sup>15</sup>. Já na posse, no dia 13, institui a ‘banda diagonal endógena’, que permitia a variação do real dentro de uma faixa. “No mesmo dia, a moeda sofreu uma desvalorização de 8,26%, os investidores estrangeiros tiraram do País mais de US\$ 4 bilhões e uma das âncoras do Plano Real, o sistema de câmbio fixo, afundou para longe da visão dos escafandristas” (PORTAL IG, 2013). Em uma semana, a valorização do dólar chegou aos 17%.

Em dezembro [1998], levei uma proposta de desvalorização ao presidente. Disse a ele que seria preciso antes elevar os juros e vi que ele não gostou. Naquele momento, o Chico Lopes precipitou a discussão quando disse ao presidente que tinha uma fórmula melhor para desvalorizar. Era o caso de optar. Numa quinta-feira, dia 7 de janeiro de 1999, fui chamado ao Palácio do Planalto. Conversei durante horas com Fernando Henrique. Um dia depois, ele ligou e disse: “Vou fazer a troca de guarda” (FRANCO em entrevista à ISTOÉDINHEIRO, 2004).

---

<sup>15</sup> Ainda que sua trajetória tenha sido quase que apagada após o escândalo Marka, tendo sua morte simbólica decretada aí - é que o economista mineiro Francisco Lafaiete de Pádua Lopes, possuía um conjunto de capitais que justificavam sua presença entre os economistas do Real. A começar por seu pai, Lucas Lopes, ministro da Fazenda no governo Kubitschek. Chico Lopes, graduou-se em economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro, concluiu seu Ph.D. pela Universidade Harvard (EUA); sua primeira passagem pelo governo ocorreu em 1986/87, como um dos principais formuladores do Plano Cruzado. Fora, por anos, professor da PUC/RJ. Atribuiu-se a ele muito da criação do Comitê de Política Monetária (Copom). Estabelecido em 20 de junho de 1996, o objetivo da instituição é estabelecer as diretrizes da política monetária e de definir a taxa básica de juros da economia; a partir de uma maior transparência e ritual adequado ao processo decisório.

No dia seguinte, em 14 de janeiro de 1999 ocorre o rebaixamento da nota do Brasil pela agência Standard&Poor's (S&P) de BB- para B+ (moeda estrangeira) /BB+ para BB- (moeda local), com perspectiva negativa. Um atestado de repúdio das agências de classificação com relação às mensagens desencontradas entre poder Executivo e Banco Central que caminhavam em descompasso desde finais de 1998.

Três semanas após assumir o cargo, Lopes é afastado do comando do BC. Duas interpretações surgem no universo de possibilidades. A primeira, relacionada às investigações do Caso Marka<sup>16</sup>, nas quais nome do presidente é citado. No entanto, as desconfianças de um possível complô entre BC e instituições financeiras privadas foram, ao menos naquele momento, desfeitas e prevalecendo os capitais simbólicos do Ministro da Fazenda e do próprio FHC. Ambos se posicionaram publicamente e basearam as justificativas para demissão pelo fato de Lopes possuir um perfil muito mais de formulador teórico do que de "caçador" de mercados, disposições que para a política agressiva de livre flutuação pensada pelo ministro da Fazenda, não eram suficientes.

Em 26 de janeiro de 1999 ocorre o rebaixamento, pela mesma agência (S&P), da classificação para B. Segundo parecer de muitos economistas e analistas recrutados pelos veículos de comunicação para analisar o momento (ZANINI, 2002; ROMERO, 2011) tal medida abala fortemente o Governo que se vê coagido a tomar medidas enérgicas.

---

<sup>16</sup> Referência ao escândalo do Banco Marka (1999) no qual funcionários do primeiro escalão do BC foram acusados de repassar informações privilegiadas e realizar operações no mercado de câmbio que favorecera um grupo de instituições financeiras – entre as quais o Banco Marka de Alberto Cacciola. Das investigações do Ministério Público e da CPI instaurada, constatou-se o prejuízo de cerca de R\$ 1,5 bilhão aos cofres públicos (MUSEU DA CORRUPÇÃO, 2015). Na entrevista ao Valor, já citada, Lopes relata sua versão das disputas e as tensões entre os agentes do governo. Sua posição: “Minha demissão foi política. O governo americano precisava de um bode expiatório” (Valor, Eu – Fim de Semana, 29 de julho de 2005).

Se havia alguma suspeita nas mídias sobre as decisões de FHC em relação à linha de condução do BC, talvez tendendo para uma linha mais “desenvolvimentista” de diminuição mais rápida das taxas de juros e de algum exercício de controle cambial, elas são logo desfeitas. Em 02 de fevereiro, Pedro Malan oficializa a indicação de Armínio Fraga à presidência do Banco Central, sugestão pessoal do Ministro e corroborada pelo vice-diretor-gerente do FMI, Stanley Fischer (FOLHAONLINE, 1999; JORNAL DO BRASIL, 1999). Escancara-se assim a estratégia do governo na tentativa de administrar as expectativas dos mercados e investidores e, obviamente do FMI e das agências de classificação de risco.

Chama à atenção a visão “hagiográfica” difundidas nas mídias tradicionais sobre Armínio Fraga. Suas credenciais são apresentadas como mais que suficientes para o cargo. Do ponto de vista político, corroboram a gramática econômica dominante do governo e solapam qualquer estratégia de ação da ala heterodoxa do governo. Destaca-se o fato de Fraga ter sido aluno de Malan na PUC-Rio, onde realizara graduação e mestrado em economia (1981). Em sua tese de doutorado (defendida em Princeton – EUA), cujo tema se relaciona à inflação brasileira, um de seus principais referenciais teóricos são os trabalhos de Malan. Para além dos limites de sua formação, consta ainda sua experiência como professor da Escola de Assuntos Internacionais da Universidade de Columbia; economista-chefe no Banco de Investimentos Garantia; vice-presidente do banco Salomon Brothers; ainda membro e diretor do Departamento de Assuntos Internacionais do BC; e diretor-gerente dos fundos de alto risco da Soros Fund Management.

A reação da oposição foi imediata. Um dos principais críticos ao Governo, governador de Minas Gerais, Itamar Franco: "O Brasil tem um novo ministro da Fazenda, Stanley Fischer e um novo presidente do BC, George Soros". Luiz Inácio Lula da Silva (PT) também se manifestou: "o País abriu mão de sua soberania e está subordinado à agiotagem internacional"; Miro Teixeira,

líder do PDT na Câmara: "está se entregando o banco de sangue aos vampiros". Senador Roberto Freire (PPS-PE): "é o mesmo que convidar o bandido para ser o secretário de Segurança" (JORNAL DO BRASIL, 1999).

Esse episódio, em que distintos setores da oposição vem a público repudiar a ação governamental e, ganham espaço para exporem suas ironias e hostilizações, oferecem uma brecha empírica relevante para pensar que as querelas sobre a forma de endividamento público ainda não estavam bem resolvidas. Tanto para grupos do Governo, quanto para a sociedade como um todo.

O retorno ao Governo de figuras conhecidas e consideradas prestigiadas nos mercados internacionais sinalizaram que a 'vanguarda financeira' e suas inovações ficariam para depois. Quer seja, o interesse imediato era a estabilidade das posições, e o reestabelecimento da confiança, do que uma mudança profunda da configuração no modo de endividamento público. A razão financeira tributária da *doxa* econômica prevaleceu. A equipe econômica, de imediato propôs como solução o choque de gestão – aposta na política sistemática de elevação da taxa básica de juros; corte de investimentos públicos; redução da demanda do mercado interno e o início de estudos para a adoção de metas de inflação. E assim, em novembro a nota brasileira volta a subir para B+ e BB- (Satandard&Poors).

This debate currently deserves attention in developing countries. At the end of 1999, the Brazilian Treasury announced a strategy for extending the maturity of federal securities, based on models of public-debt management put forward by researchers such as Giavazzi and Pagano (1990) and Calvo and Guidotti (1990). Furthermore, in an attempt to improve the composition of government liabilities, efforts were made to increase the share of fixed-rate and price-indexed securities and to reduce the share of floating-rate and exchange rate-indexed debt. The main aim is to manage debt in a way that increases credibility (MENDONÇA, VIVIAN, 2008: p. 158)

Estas medidas deram o tom do segundo governo Fernando Henrique Cardoso – estritamente marcado por uma estabilização e homogeneização das

políticas liberais, apesar da retórica “rumo ao desenvolvimento” ao invés da estabilização (SALLUM, 1999; GRÜN, 2005). Ao encaminhar tais reformas o Governo assinala ao mercado internacional que a pedagogia moral de controle e gestão risco se faz presente no Brasil, sendo o pacote de reformas sua materialização desta com os esforços na redução da vulnerabilidade da economia brasileira aos choques, criar referências positivas do setor privado e aumentar a estabilidade do sistema financeiro.

Uma leitura possível da situação diria que o fator decisivo para alteração da percepção social, em nível doméstico quanto internacional, foi a criação da lei complementar nº 101, 2000. No plano normativo, trata de estabelecer planejamento, gerenciamento, monitoramento e controle interno e externo de todas as instituições envolvidas no controle de recursos públicos financeiros. Assim, torna-se factível manter o equilíbrio das contas públicas, corrigindo desvios antecipadamente, mantendo, portanto, o cumprimento de metas de receitas e despesas e a obediência aos limites condicionados às diretrizes orçamentárias<sup>17</sup>.

Desse modo, criada nos finais do Governo Fernando Henrique Cardoso, a lei compunha uma das frentes do projeto de estímulo aos investimentos do Governo Federal. Elaborada com apoio dos Ministros da Fazenda, Pedro Malan, e do Planejamento, Orçamento e Gestão, Martus Tavares, entre outros, a lei promulgada em 04 de maio de 2000, reconhecida como “Lei de responsabilidade fiscal”, tinha por objetivo, diante da fracassada “experiência brasileira” de percepção tributária, desde os tempos dos governos da ditadura só para ficarmos no horizonte próximo, promover a responsabilidade no controle e na gestão fiscal e a boa gestão da dívida pública.

Ao criar um sistema moralmente legítimo, fundamentalmente para as agências reguladoras e para os mercados internacionais, o governo recupera a

---

<sup>17</sup> A relatoria do projeto de lei ficou a cargo do Dep. Pedro Novais, na Câmara dos Deputados, e ao Senador Jefferson Peres, no Senado do Brasil.

narrativa econômica, ainda que desgastado em seus capitais políticos. A materialidade desse discurso positivista do governo nos leva a pensar naquilo que Foucault (2003) chama de regularidades discursivas, ou seja, a concepção proposta passa a ter aderência à *doxa* econômica vigente – na qual o pagamento da dívida pública deve, portanto, estar alinhado à um superávit orçamentário, ou no mais extremo à um orçamento equilibrado.

Do ponto de vista da sensibilidade social e dos agentes de mercados o saldo da nova lei se mostrou positivo. A discussão em torno do saneamento das contas públicas tornou-se o objeto de consagração, inquestionável, nas subsequentes disputas políticas eleitorais (BICHOFFE, 2013).

Não por acaso, em junho de 2002, em um documento intitulado “Carta aos Brasileiros” – elaborada pela assessoria política e econômica de campanha – Lula se comprometeu, caso eleito, a respeitar os contratos nacionais e internacionais, descartando a possibilidade de “calote” na dívida interna. Entre as estratégias postas em prática, ocorreu a aproximação de sua assessoria econômica à segmentos do empresariado, como a escolha de José Alencar – empresário, e filiado ao Partido Liberal (PL) - à vice-presidência. Nesse pleito, a candidatura de Lula foi apoiada por uma ampla coligação de centro-esquerda, que, além do PT e do PL, agregava o Partido Progressista (PP), o Partido Trabalhista Brasileiro (PTB) e parte do Partido do Movimento Democrático Brasileiro (PMDB), o Partido da Mobilização Nacional (PMN), o Partido Comunista Brasileiro (PCB) e o Partido Comunista do Brasil (PC do B).

#### **4. Governo Lula: a dívida pública como um arbitrário cultural**

O desgaste político do Governo FHC e o descontentamento popular se refletiram na eleição de 2002, quando este não consegue eleger seu sucessor - o

candidato José Serra<sup>18</sup>. No segundo turno, Luís Inácio Lula da Silva elegeu-se presidente da República, com mais de 53 milhões de votos. No entanto, para os mercados financeiros internacionais, a tensão gerada pela eleição se mostrou crítica. Do ponto de vista economicista, houve “uma violenta depreciação cambial em virtude das incertezas com relação à performance futura da economia, que aliada ao aumento da aversão ao risco internacional”, levou o risco-país chegar ao recorde de 2.443 pontos (SHOSHUA, 2008: p.17).

De outro lado, no entanto, o Partido dos Trabalhadores (PT) assume, ao menos no primeiro mandato, uma nova posição, menos radical em suas diretrizes e mais disposta a se “ajustar ao *establishment*, seja se comprometendo a manter o eixo de gestão econômica de Cardoso, seja se aproximando do espectro partidário” (SALLUM JR., 2004:72).

Uma questão que chamou a atenção nesse período foi o uso da blogosfera como arena de disputas culturais e políticas (BICHOFFE, 2012), em especial pelos partidários do Governo Lula, como instrumento político para a consagração de posições, compartilhamento de identidades ideológicas e projetos de desenvolvimento, de modo a promover uma coesão de seus membros, em especial após a emergência do escândalo do mensalão.

No final de 2005 já havia uma grande massa de blogs que se dividiam entre aqueles que apoiavam o Governo Lula (e defendiam sua reeleição, auto nomeados de blogs “lulistas”) e aqueles que apoiavam a candidatura de Geraldo Alckmin – uma minoria, pois a base de apoio se assentava nos principais veículos de comunicação impressos<sup>19</sup>. A principal arma aplicada pelo PSDB foi o ataque direto aos candidatos governistas e seus apoiadores (grande medida os blogueiros) em comícios e entrevistas. Como forma de desmoralizar os

---

<sup>18</sup> Só a escolha de José Serra como candidato, representante da ala considerada desenvolvimentista do Governo - bem como a campanha e os projetos apresentados - seriam tema de outro trabalho.

<sup>19</sup> Os candidatos no período eram Luiz Inácio Lula da Silva, concorrendo a reeleição pelo Partido dos Trabalhadores (PT), e Geraldo Alckmin, candidato pelo Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB).

apoiadores do candidato Lula, o PSDB passou a denominá-los “central de boatos petista” (GRÜN, 2008),

Isso é mentira. Tem objetivo de tirar votos. Não há nenhum projeto de privatização. Pelo contrário, vamos reestatizar aquilo que o PT "privatizou" [...] Precisamos combater essa boataria. Esse pessoal do PT está jogando baixo. [...] Estão distorcendo meu projeto de ajuste fiscal e corte de despesas. Eu pretendo fazer do ajuste fiscal para investir mais no social. Quanto aos boatos de privatizações, não tem procedência. O que vamos fazer é prestigiar mais a carreira do funcionalismo, a progressão profissional. O que não vamos é permitir o aparelhamento do estado como o PT fez (ALCKMIN, 2006 in O GLOBO).

Na época, o coordenador do programa de governo de Luiz Inácio Lula da Silva (PT) à reeleição, Marco Aurélio Garcia – passou a propalar o discurso do “risco Alckmin”:

O "risco Alckmin" poderia causar mais privatizações como as ocorridas no governo Fernando Henrique [...] É a experiência da instabilidade. Há um risco Alckmin. É importante que as pessoas entendam. Há o risco Alckmin, que é o risco das privatizações, o risco de que nós venhamos a ter o salário mínimo abaixo dos índices de inflação, que nós venhamos a ter a Alca e uma política externa de submissão (GARCIA, 2006 in O GLOBO).

O fato é que este discurso de defesa do governo, e de ataque ao que se tornou o “calcanhar de Aquiles” do PSDB, aguçou a sensibilidade social e produziu os resultados já conhecidos (GRÜN, 2008b). E assim, com a autoridade política e simbólica do Governo Lula restabelecidas após as eleições, tem-se o desenrolar do segundo caso.

Alçar a nota do Brasil ao nível de investimento não fora um mero produto de um conjunto de retóricas que o Governo se apropriara. De fato, ao olharmos os acontecimentos, há uma realidade em construção – alimentada em grande parte por uma sequência de políticas gestadas e implementadas a partir do triênio 2005/2006/2007.

Ocorre um fenômeno semelhante, apontado por Block e Somers (2014) em seu trabalho sobre a revisão da teoria de Polanyi aplicada ao pós II Guerra Mundial, trata-se de um movimento de [re]regulação dos mercados, cujo propósito se assemelha à desregulamentação. Ou seja, por meio de um conjunto de regras, permite-se uma maior margem de ação aos mercados, com respaldo da proteção estatal.

A primeira regra foi a Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006, que garantiu ao investidor estrangeiro a desoneração fiscal em aplicações de títulos públicos federais e instrumentos de capital de risco (*venture capital*). A justificativa propalada pelo Governo, e repercutida pelos mercados, foi que a medida incentivaria a participação de investidores não residentes nas aplicações em títulos públicos, podendo contribuir para a melhora do perfil da dívida pública (redução dos juros, alongamento da maturidade, aumento e formação de uma base de investidores de longo prazo) e gerar externalidades positivas para diversas áreas, incluindo o setor produtivo.

A segunda foi a Medida Provisória nº 315, de 3 de agosto de 2006, convertida na Lei nº 11.371 de 28 de novembro de 2006<sup>20</sup>, conhecida como lei de “regularização do capital contaminado”, que estabeleceu em grande medida a nova regulamentação cambial para o Brasil, com o propósito de estabelecer ações compensatórias ao setor exportador - reduzindo custos de transação, eliminando assimetrias, flexibilizando a cobertura cambial para exportação e, finalmente, permitindo o processo de simplificação no mercado cambial “com maior segurança jurídica”.

Segue, por fim a Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007, que, segundo os termos do Governo e das instituições participantes de sua criação, altera e moderniza as normas contábeis das sociedades anônimas brasileiras, que

---

<sup>20</sup> Em síntese, o pacote cambial veio de encontro as fortes pressões da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP), que desde o início do ano elaborara uma proposta de reforma cambial e pressionava o Governo.

vigoram no país há mais de 30 anos (Lei das S.A. no 6.404/1976) em direção à convergência das regras domésticas aos padrões internacionais de contabilidade, os *International Financial Reporting Standards* (IFRS). A medida materializa os esforços e pressões conjuntas do Comitê de Práticas Contábeis – Associação Brasileira de Companhias Abertas (Abrasca), Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec), Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi), Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (Ibracon), Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Banco Central (BCB) e agências reguladoras.

Possibilita, ainda, melhoras no quesito de governança ao propiciar mais agilidade e menores custos de captação de créditos externos (principalmente os destinados às importações), menor incerteza e mais transparência na avaliação de credores e analistas, menores custos operacionais (fiscais e técnicos) nos trabalhos de auditoria, e melhores condições para as empresas nacionais na abertura de capital nas maiores bolsas de valores do mundo. O planejamento e o gerenciamento da dívida pública federal (DPF) pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN), através de melhoras no perfil da dívida pública, seja alongando o prazo médio, aumentando a liquidez, consolidando a composição via títulos prefixados e referenciados a índice de preços e alavancando a participação de investidores institucionais, culminaram com a obtenção do grau de investimento por duas agências internacionais de classificação de risco no primeiro semestre de 2008 (MOREIRA et. al., 2008).

De acordo com analistas do IPEA (2008), após essa sequência de reformas houve uma melhora significativa no ranking de vulnerabilidade econômica dos *spreads* soberanos, que passaram do grupo dos 25% emergentes mais vulneráveis em 1998 para os 25% emergentes menos vulneráveis em 2007.

Assim, em 2008, ocorre a decisão articulada entre o Lula e as equipes do Ministério da Fazenda (Guido Mantega) e do Banco Central (Henrique Meirelles) de saldar o restante da dívida externa brasileira, contraída junto aos

organismos multinacionais. Essa decisão foi justificada em grande medida (CPI, 2010) pela necessidade de proteger o País contra as variações do câmbio e a extensão dos títulos de longo prazo, respaldados pelo tripé: meta de inflação; superávit primário e câmbio flutuante.

De imediato, os “cães de guarda” das alas da oposição começam a ladrar e a censura da ordem vigente se manifesta. Inicia-se um debate publicizado<sup>21</sup> - munido de teorias, métodos de contabilização e dados – em torno da seguinte questão: o governo deveria ou não substituir a dívida externa pela dívida interna? Uma vez que essa substituição poderia implicar, no longo prazo, em pagamento de taxas de juros mais elevadas. Decisão considerada descabida do ponto de vista de gestores financeiros de renome como os ex-presidentes do Bacen, Gustavo Franco e Armínio Fraga.

Não cabe dizer se a decisão fora acertada ou não, mas o fato é que se trata de um exemplo de política contra intuitiva, anticíclica, respaldada pelo ideal keynesiano de aumento dos gastos públicos e também do consumo privado. Passa-se então a discutir a possibilidade<sup>22</sup> da emergência de uma nova *doxa*, que se propunha ir além da “domesticação” ou docilização do capitalismo (JARDIM, 2007) por parte dos agentes do governo, e aplicar instrumentos financeiros em favor de uma ‘boa gestão da dívida pública’, para apoiar a execução de políticas públicas eficientes e resguardar a qualidade do crédito do país.

Dissemina-se a ideia de que os fundos de pensão das grandes estatais (Petros; Funcef; Previ), em apoio ao governo petista, passariam a adquirir maiores montantes de títulos da dívida pública brasileira, além de um aumento dos próprios bancos públicos comerciais. No entanto, a dimensão exata dos investimentos pelos fundos e bancos não é declarada pelo Banco Central ou

<sup>21</sup> Mais tarde ganharia destaque midiático com a CPI da Dívida vinculada em 2010. A CPI fora criada para investigar possíveis ilegalidades na condução da gestão da dívida pública. Encabeçada pelo proponente da mesma o Deputado Ivan Valente (PSOL/SP), o Relator Dep. Pedro Novais (PMDB/MA), com apoio da Auditoria Cidadã da Dívida.

<sup>22</sup> Especialmente na blogosfera onde acompanhei de perto o debate, Relatório final FAPESP 2011/15932-0.

Secretaria do Tesouro. Como a desagregação dos dados é parcial, apenas presentes as macro categorias, não é possível obter uma identificação social precisa dos credores, é sabido apenas que as instituições financeiras são as principais detentoras dos títulos públicos (STN, 2015).

Interessa que em 2008 o país ganha pela primeira vez um ‘selo’ de grau de investimento pela S&P, deixando o grau especulativo, em pleno momento de crise financeira global. Em 2009, aproximadamente um ano após a crise, a percepção de risco-Brasil era 94 pontos - inferior ao do momento do estouro da crise dos *subprimes* nos Estados Unidos. Em termos comparativos, o risco Brasil foi menos afetado que o da maioria dos países emergentes. Segundo muitos analistas, esta evidência representa a melhora da percepção de risco da economia brasileira, por parte dos investidores, como resultado da continuidade, ao longo de vários anos, da política macroeconômica baseada no tripé: metas para a inflação, câmbio flutuante e responsabilidade fiscal (SILVA, 2011; LUCENA, 2013).

Mesmo diante do aumento da economia financeirizada, o fato é que o *spread* soberano declina consideravelmente, como é visível no Gráfico 1, revelando uma melhora singular na visão que as agências e organismos multilaterais – como análises do Banco JP Morgan, ou mesmo FMI e BIRD – passam a ter sobre o Brasil. A condição de vulnerabilidade<sup>23</sup>, quando comparada aos outros emergentes, passa a ser questionada, fundamentalmente, pelos agentes do Governo.

Novamente, essa visão aparece fortemente reforçada nas discussões do IPEA (2008). Segundo pesquisadores, a condição inegável de melhoria da situação brasileira se deu em grande medida por dois condicionantes – o primeiro relacionado a uma conjuntura externa extremamente favorável, oriunda de uma alta liquidez internacional; no entanto, é no segundo, de caráter

---

<sup>23</sup> O termo vulnerabilidade aqui usado a partir do chavão financeiro, refere-se a resposta dos spreads soberanos a choques externos de risco ou liquidez global.

doméstico, relacionado à instrumentalização do Governo, que adota um aparato legal, reconhecido como legítimo internacionalmente, e, por meio de sua resposta específica diante do choque externo, que reside a chave explicativa. De acordo com Moreira et. al (2008):

a) a melhoria na composição e no gerenciamento da dívida pública, seja alongando a maturidade, diminuindo o estoque indexado à moeda estrangeira e iniciando programas de emissões em moeda local no mercado externo; b) o fortalecimento do mercado financeiro doméstico com a ampliação da base de investidores domésticos e estrangeiros e melhorias nos procedimentos de gerenciamento de risco de instituições financeiras; c) a gradativa liberalização financeira da conta de capital e adoção de conceitos institucionais de governança e, finalmente; d) a acumulação de reservas, estabilização de preços e comprometimento com o ajuste fiscal (MOREIRA et al, 2008: p. 9).

Chama atenção que parte desses preceitos, apresentados e debatidos pelos colaboradores do IPEA, advém de artigos e publicações dos “economistas do Real”: Pérsio Arida, Edmar Bacha e André Lara-Resende <sup>24</sup>. Ou seja, os indícios nos habilitam a refletir que, as orientações que têm lidado com esse sistema de fatos e de representações sobre risco de crédito soberano, compõem um constructo de uma cultura econômica dominante.

A proposição sustentada faz sentido, na medida em que a lógica do universo econômico circundante (BOURDIEU, 2011) introduz no interior do Estado um espírito de cálculo, do controle e da prudência. Se por um lado esse espírito é altamente conflitante com as pressões das demandas sociais pela ação e intervenção estatal - traduzida em distintas esferas das políticas públicas, aquilo que seria a economia doméstica, nos termos de Bourdieu (2011) - por outro lado, no entanto, é a partir da apropriação dos dispositivos jurídicos e a institucionalização de um modelo de gestão da dívida pública, culturalmente

---

<sup>24</sup> Referência à: ARIDA, P.; BACHA, E.; LARA-RESENDE, A. Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. Rio de Janeiro: Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças, 2005. BACHA, E.; HOLLAND, M.; GONÇALVES, F. Is Brazil different? Risk, dollarization, and interest in emerging markets. 2008 (IMF Working Paper, n. 07/294).

legítimo, que o Governo Lula consegue sua ‘redenção’ e a abertura, por um lado reforçando o sistema simbólico anteriormente proposto pela elite intelectual que balizara as práticas do Governo anterior, por outro lado produzindo e gestando novas aplicações e categorias da realidade.

## **5. Apontamentos finais**

Talvez começa a ser possível hoje dar certa inteligibilidade, ou pelo menos uma legibilidade nova, a esse feixe de acontecimentos que recentemente nos perpassam. Podemos talvez agora tomar um certo recuo a respeito da representação que uma época se dá de si mesma para obrigá-la a entregar alguns de seus segredos (CASTEL, 2007: p. 15).

O quadro de indícios apresentados reforça a constatação inicial de que os dois períodos apresentaram novidades importantes na inauguração do mercado de títulos públicos federais brasileiros. As dimensões empíricas apresentadas revelam os contenciosos de cada período, os agentes concorrentes e conluiados, as possibilidades e aos arranjos dado o *framing* de propriedades socioculturais e artefatos disponíveis que contribuíram inegavelmente ao longo do trajeto histórico para redução da percepção do risco (Gráfico 1).

Objetivamente, se o Estado, por meio de uma decisão governamental, busca crédito no mercado, ele se torna um player do campo, e, portanto, passível de se submeter à lógica, dinâmica e sanções do jogo, tal como os outros players. Do ponto de vista da teoria econômica e financeira culturalmente dominante, ambas as ações – garantia de pagamento aos credores e investimentos estatais - poderiam ser conciliadas sob a égide da "gestão de risco". Ou seja, a partir de planejamento, gerenciamento, monitoramento e controle interno e externo de todas das instituições envolvidas no controle de recursos públicos financeiro, torna-se factível manter o equilíbrio das contas públicas, corrigindo desvios antecipadamente, mantendo, portanto, o cumprimento de metas de resultados

entre receitas e despesas e a obediência aos limites condicionados nas diretrizes orçamentárias (BRASIL, lei complementar nº 101, 2000)<sup>25</sup>.

No entanto, observar o tencionamento dos debates revela uma contradição entre ideais normativos e práticas sociais, mas, ao mesmo tempo, permite que tal contradição possa ser resolvida. As querelas envolvidas nestes dois eventos, mais do que a publicização das posições ou das transgressões – tem um papel importante na evolução das normas, colocando-as a prova por meio das reações coletivas. Existe, entretanto, um outro aspecto a ser sublinhado, de caráter mais reflexivo. Muitos dos argumentos apresentados ao longo do artigo reforçam a representações, discursos de campos de saberes distintos. Ao apontar para as regularidades de discursos oriundos de um campo científico, portanto dotados de refinamento e erudição constituem-se como legítimos – também constituídos a priori em um campo de forças pervasivo às esferas política e econômica.

Assim, diante de momentos históricos específicos (discurso e ações e políticas) em relação governos não se deve cair em uma leitura equivocada, tomando-os como unidades antitéticas em que as contradições são insuperáveis, rompendo com uma visão de uma história linear. Interessa muito mais a qualificar as influências e permeabilidades às quais os agentes e as formas que as articulam em seus jogos verticais e horizontais – e menos a oposição entre as práticas governamentais em suas essências (ORTIZ, 2015).

Esse artigo se interessa por apontar alguns indícios da força cultural das agências de classificação de risco de crédito nos esforços de impor uma ‘pedagogia moral’ que privilegiaria uma lógica financeira específica, seja sobre mercados seja, sobre braços do Estado. Tal como o referencial teórico internacional sugere (SINCLAIR, 2005; POON, 2012; WHITE, 2013), dimensionar

---

<sup>25</sup> A relatoria do projeto de lei ficou a cargo do Dep. Pedro Novais, na Câmara dos Deputados, e ao Senador Jefferson Peres, no Senado do Brasil.

em que medida elas de fato ‘docilizam’ o comportamento de agentes do mercado, organizações e governos.

### **Referências**

AUDITORIA CIDADÃ DA DÍVIDA. **Entenda os números**. Disponível em: <http://www.auditoriacidada.org.br/>. Acesso em 12 de jan. 2015.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Risco-País: com informações até março de 2013**. Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ%209-Risco%20Pa%C3%ADs.pdf>. Acesso em 22 de Nov. 2013.

BECK, U. **Risk society. Towards a new modernity**. Londres: Sage Publications, 1992.

BICHOFFE, A. C. **Penny press era to accounting era: Trajetória da prática de notação e conformação da indústria de ratings**. No prelo, 2016.

BOURDIEU, P. **Razões práticas: sobre a teoria da ação**. Tradução de Mariza Corrêa. Campinas: Papirus, 1997.

\_\_\_\_\_. **Sobre o Estado: Cursos no Collège de France (1989-92)**. São Paulo: Cia das Letras, 2014.

\_\_\_\_\_. **A produção da crença: contribuição para uma economia dos bens simbólicos**. São Paulo: Editora Zouk, 2004.

\_\_\_\_\_. ([2001] 2004) **Science of science and reflexivity**. Chicago, University of Chicago Press [ed. port.: Para uma sociologia da ciência. Lisboa, Edições 70, 2004; ed. bras.: São Paulo, Companhia das Letras, 2005].

BRASIL. **Lei complementar nº 101, de 4 de maio de 2000**. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências.

CAPELLETTO, L. R; CORRAR, L. J. Índices de risco sistêmico para o setor bancário. **Rev. contab. finanç**, São Paulo , v. 19, n. 47, p. 6-18, Aug. 2008 . Available from <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772008000200002&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772008000200002&lng=en&nrm=iso)>. access on 16 July 2015. <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772008000200002>.

CASA, C. A. L. **Dívida Interna, Inflação e Desinflação (1964-2004): o financiamento do Estado brasileiro sob a perspectiva da vulnerabilidade externa e da preferência pela liquidez do mercado de títulos públicos** Política Fiscal e Dívida Pública – Terceiro Lugar. Finanças Públicas – XIII Prêmio Tesouro Nacional, 2008.

CASTEL, R. **A gestão dos riscos: da antipsiquiatria à pós-psicanálise**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1987.

CETINA, K. K.; PREDA, A (orgs). **The Oxford Handbook of the Sociology of Finance**. United Kingdom: Oxford University Press, 2012.

CHETTY, R.; FINKELSTEIN, A. **Program Report: The Changing Focus of Public Economics Research, 1980-2010, 2012**. Disponível em: <http://www.nber.org/programs/pe/pe.html>

COSTA, S. Quase crítica: Insuficiências da sociologia da modernização reflexiva. **Tempo social**. v. 16, n.º2, São Paulo, nov. 2004.

DESROSIÈRES, A. **Pour une sociologie historique de la quantification: L'argument statistique I**. Presses de L'École des mines, 2008.

DOUGLAS, M. **Risk and Blame: Essays in Cultural**. London: Routledge, 1992.

DOUGLAS, M. **Como as Instituições Pensam**. São Paulo: Edusp, 1998.

DURKHEIM, E. **As Regras do Método Sociológico**. 2. ed. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

FOUCAULT, M. **Nascimento da biopolítica**. Martins Fontes, 2008.

FRANCO, G. (26 mai. 2013). Guia prático para o adultério fiscal. **O Estado de São Paulo**. Disponível em: [economia.estadao.com.br/noticias/geral,guia-pratico-para-o-adulterio-fiscal-imp-,1035715](http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,guia-pratico-para-o-adulterio-fiscal-imp-,1035715). Acesso em 05 jul. 2015.

GARCIA, M; DIDIER, T. Taxa de juros, risco cambial e risco Brasil. **Pesquisa e planejamento econômico** | v.33, n.2, ago 2003. Disponível em: <http://www.ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/viewFile/92/67>. Acesso em 04 set. 2013.

DEPARTAMENTO DE RELACIONAMENTO COM INVESTIDORES E ESTUDOS ESPECIAIS (GERIN) DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Risco-país com informações até março de 2014**. Disponível em:

<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ%20-Risco%20Pa%C3%ADs.pdf>. Acesso em 22 de ago. 2014.

GIAMBIAGI, F. **A política fiscal do governo lula em perspectiva histórica: qual é o limite para o aumento do gasto público?** Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/ppp/index.php/PPP/article/viewFile/50/56>.

GIAMBIAGI, F.; PINHEIRO, A. C. **Além da euforia: riscos e lacunas do modelo brasileiro de desenvolvimento**. Elsevier, 2012.

GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A; CASTRO, L. B; HERMANN, J. **Economia brasileira contemporânea: 1945-2010**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011 2a ed.

GIAMBIAGI, F; VILLELA, A; CASTRO, L. B.; HERMANN, J. **Economia brasileira contemporânea: 1945-2004**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GIAMBIAGI, F.; GARCIA, M. **Risco e regulação**. Elsevier, 2010.

GIRARDI JÚNIOR, L. Bourdieu e Foucault: entre dispositivos e disposições. **XIV Congresso Brasileiro de Sociologia**, 28-31 de jul. 2009, Rio de Janeiro.

GLOBO ONLINE. **Entenda o que é o risco-país**. Disponível em: [http://g1.globo.com/Noticias/Economia\\_Negocios/0,,MUL19707-9356,00.html](http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL19707-9356,00.html). Acesso em 22 de set. de 2012.

GLOBO ONLINE. **Agência de risco Moody's muda nota do Brasil de 'estável' para 'negativa'**. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/noticia/2014/09/agencia-de-classificacao-de-risco-altera-perspectiva-de-rating-do-brasil-para-negativa.html>. Acesso em 10 de nov. 2014.

GRUN, R. A dominação financeira no Brasil contemporâneo. **Tempo soc**, São Paulo, v. 25, n. 1, jun. 2013. Disponível em <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0103-20702013000100010&lng=es&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-20702013000100010&lng=es&nrm=iso)>. acessado em 21 oct. 2013. <http://dx.doi.org/10.1590/S0103-20702013000100010>.

\_\_\_\_\_. A Crise Financeira, a Guerra Cultural e as Transformações do Espaço Econômico Brasileiro em 2009. **DADOS**, Rio de Janeiro, vol. 53, n.2, pp. 255 a 297, 2010.

\_\_\_\_\_. Disputas Culturais e opções econômicas: Para uma sociologia do debate econômico e de suas consequências. **Projeto Auxílio a Pesquisa** (Fapesp 2010/10688-1).

\_\_\_\_\_. Financeirização de esquerda? Frutos inesperados no Brasil do século XXI. **Tempo Social** 21: 153-184, 2009a.

\_\_\_\_\_. Escândalos, marolas e finanças: para uma sociologia da transformação do ambiente econômico. **Dados**, Rio de Janeiro, v.51, n.2, 2008. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S001152582008000200004&lng=pt&n/m=iso#top](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S001152582008000200004&lng=pt&n/m=iso#top)>. Acesso em: 05 set. 2008.

\_\_\_\_\_. Entre a plutocracia e a legitimação da dominação financeira. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, São Paulo, v.22, n.65, 2007. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0102690920070300008&lng=pt&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0102690920070300008&lng=pt&nrm=iso)>. Acesso em 23 fev. 2008.

\_\_\_\_\_. Guerra cultural e transformações sociais: as eleições presidenciais de 2006 e a "blogosfera". **Sociedade e Estado** 23: 621-666, 2008b.

\_\_\_\_\_. Decifra-me ou te devoro! As finanças e a sociedade brasileira. **Mana**, Rio de Janeiro, v.13 n.2, out. 2007. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0104-93132007000200004&lng=pt&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0104-93132007000200004&lng=pt&nrm=iso)>. Acesso em 23 fev. 2008.

\_\_\_\_\_. Apagão cognitivo: para uma sociologia da crise energética. **Dados - Revista de Ciências Sociais**, 48(4): 891-928, 2005a.

\_\_\_\_\_. O "nó" dos fundos de pensão e os dilemas da sociedade brasileira. **Novos Estudos Cebrap**, 73: 19-31, 2005b.

\_\_\_\_\_. A evolução recente do espaço financeiro no Brasil e alguns reflexos na cena política. **Dados - Revista de Ciências Sociais** 47: 5-47, 2004a.

\_\_\_\_\_. A sociologia das finanças e a nova geografia do poder no Brasil. **Tempo Social** 16: 151-176, 2004b.

\_\_\_\_\_. Atores e ações na construção da Governança corporativa Brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, São Paulo, Vol. 18, n.º. 52 junho, 2003. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rbcsoc/v18n52/18070.pdf>. Acesso em 21 ago. 2006.

\_\_\_\_\_. Modelos de empresa, modelos de mundo: sobre algumas características culturais da nova ordem econômica e da resistência a ela. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, São Paulo, v.14, n.41, 1999. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?scriptsci\\_arttext&pid=S0102690919900030008&lng=pt&nrm/=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?scriptsci_arttext&pid=S0102690919900030008&lng=pt&nrm/=iso)>. Acesso em 21 ago. 2006.

\_\_\_\_\_. Disputas Culturais e opções econômicas: Para uma sociologia do debate econômico e de suas consequências. **Projeto Auxílio a Pesquisa** (Fapesp 2010/10688-1).

INFOMONEY. **Derivativos de crédito: entenda o que são os Credit Default Swaps**. Disponível em: <http://www.infomoney.com.br/ultimas-noticias/noticia/1422403/derivativos-eacute-dito-entenda-que-atilde-credit-default-swaps>. Acesso em 20 out. 2013.

INSTITUTO BRASILEIRO DE ATUÁRIA (IBA). **Origem, evolução e conceito de atuária**. Disponível em: <http://www.atuarios.org.br/iba/conteudo.aspx?id=4&minindex=1>. Acesso em 04 de jan. 2015.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **Handbook On Securities Statistics**, 2011. Disponível em: <https://www.imf.org/external/np/sta/.../hbook.htm>. Acesso em: 12 out. 2015.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). **Code Of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies**. Disponível em: [www.iosco.org/library/pubdocs/.../IOSCOPD180.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/.../IOSCOPD180.pdf). Acesso em 10 out. 2015.

JOHNSON, C. D. *Memory, metaphor, and Aby Warburg's Atlas of images*. Ithaca, N.Y: Cornell University Press and Cornell University Library, 2012.

LOUREIRO, M. R.; ABRUCIO, F. L. Política e burocracia no presidencialismo brasileiro: o papel do Ministério da Fazenda no primeiro governo Fernando Henrique Cardoso. **Rev. bras. Ci. Soc.**, São Paulo, v.14, n.41, out.1999. Disponível em <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0102-69091999000300005&lng=pt&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0102-69091999000300005&lng=pt&nrm=iso)>. Acessos em 17 nov. 2011. <http://dx.doi.org/10.1590/S0102-69091999000300005>.

LUCENA, E. **Tripé macroeconômico deve ser abandonado para retomar o crescimento**. Folha de São Paulo, 07 dez. 2013. Disponível em: <http://unb.br/noticias/unbagencia/cpmod.php?id=96285>. Acesso em:21 dez. 2013.

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE. **Debt and (not much) deleveraging**. McKinsey & Company, 2015. Disponível em: [www.mckinsey.com/mgi/publications/multimedia/](http://www.mckinsey.com/mgi/publications/multimedia/). Acesso em 12 de nov. 2015.

MEGALE, C. **Fatores externos e o risco-país**. Rio de Janeiro: BNDES, 2005.

MENDONÇA, H. F; VIVIAN, V. S. Public-debt management: the Brazilian experience. **Cepal Review**, N. 94, Abril 2008.

METRI, M. A dívida pública nos governos FHC, Lula e Dilma: uma análise comparativa. Luis Nassif Online. Disponível em: <http://jornalggn.com.br/noticia/a-divida-publica-nos-governos-cardoso-lula-e-dilma-uma-analise-comparativa>. Acesso em: 10 jan. 2016.

MOREIRA, A.; ROCHA, K.; SIQUEIRA, R. O papel dos fundamentos domésticos na vulnerabilidade econômica dos emergentes. **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)**, 2008. Texto para discussão N° 1358. Disponível em: [http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/TDs/td\\_1358.pdf](http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/TDs/td_1358.pdf). Acesso em 06 nov. 2015.

ORTIZ, R. **Universalismo e diversidade**. São Paulo: Boitempo 2015.

\_\_\_\_\_. **A diversidade de sotaques: o inglês e as Ciências Sociais**. São Paulo: Brasiliense, 2008.

\_\_\_\_\_. **A Sociologia de Pierre Bourdieu**. São Paulo: Olho d'Água, 2003.

\_\_\_\_\_. **Mundialização e cultura**. São Paulo: Brasiliense, 2000.

POON, M. Rating agencies. **The Oxford Handbook of the Sociology of Finance**. United Kingdom: Oxford University Press, 2012.

PORTAL IG. **Os 60 mais poderosos: Armínio Fraga**. (02 set. 2013). Disponível em: <http://ultimosegundo.ig.com.br/os-60-mais-poderosos/arminio-fraga/52212e9f63e3ea5a4e000002.html>.

POWER, M. Enterprise risk management and the organization of uncertainty in financial institutions. In: Knorr-Cetina, Karin and Preda, Alex, (eds.) **The Sociology of Financial Markets**. Oxford University Press, Oxford, UK, pp. 250-268. ISBN 0199275599, 2005.

POWER, M. Introduction. **Accounting, Organizations and Society**. Pp. 379–382, 2007.

ROMERO, C. Beleza brasileira. *ValorInveste*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/valor-investe/casa-das-caldeiras/1072988/beleza-brasileira>. Acesso em 05 de jul. 2015.

SALLUM JR, B. Sobre o dossiê FHC. **Tempo soc.**, São Paulo, v. 11, n. 2, Oct. 1999. Available from <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0103-20701999000200001&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-20701999000200001&lng=en&nrm=iso)>. access on 30 May 2012.

SALLUM JR., B. O Brasil sob Cardoso: neoliberalismo e desenvolvimentismo. *Tempo Social; Rev. Sociol. USP*, S. Paulo, 11(2): 23-47, out. 1999.

SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL (STN). **Termo de referência**. Disponível em: [http://www.pnud.org.br/recrutamento/20150127\\_1146.pdf](http://www.pnud.org.br/recrutamento/20150127_1146.pdf). Acesso em 28 jan. 2015.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Selective Disclosure and Insider Trading**. 17 CFR Parts 240, 243, and 249, Release Nos. 33-7881, 34-43154, IC-24599, File No. S7-31-99, RIN 3235-AH82. Disponível em: <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>. Acesso em 20 jan. 2015.

SILVA, L. A. P. **Perspectivas econômicas**. São Paulo, 2011. Discurso proferido pelo o Diretor de Regulação do Sistema Financeiro e de Assuntos Internacionais e Gestão de Riscos Corporativos do Banco Central do Brasil no 111º Seminário InterNews.

SINCLAIR, T. J. **The new masters of capital: American bond rating agencies and the politics of creditworthiness**. Cornell University Press, 2005.

SOLA, L; LOUREIRO, M. R. (Orgs.) **Democracia, mercado e Estado: o B dos Brics**. São Paulo: FGV, 2011.

SPECK, B. W. **Controlling Corruption and Promoting Good Governance: A new challenge for aid policy**. SWP Research Paper, Berlin, 2005.

TAYLOR, J. **Risco sistêmico e o papel do governo**. Disponível em: [http://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/2010/Risco\\_Sistêmico\\_e\\_o\\_Papel\\_do\\_Governo.pdf](http://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/2010/Risco_Sistêmico_e_o_Papel_do_Governo.pdf). Acesso em: 27 ago. 2014.

TESOURO NACIONAL. **Classificação de risco da República Soberana do Brasil.** Disponível em: <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/sobre-divida-publica/classificacao-de-risco>. Acesso em 23 out. 2013.

THIRY-CHERQUES, H. R. Pierre Bourdieu: a teoria na prática. **Rev. Adm. Pública**, Rio de Janeiro , v. 40, n. 1, p. 27-53, Feb. 2006 . Available from <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0034-76122006000100003&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-76122006000100003&lng=en&nrm=iso)>. access on 02 Aug. 2015. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-76122006000100003>.

VALOR ECONOMICO. Governo inicia 'maratona' para garantir nota de crédito. Disponível em: WACQUANT, L. Durkheim e Bourdieu: A base comum e suas fissuras. **Novos Estudos**, nº48, 1997.

WACQUANT, L. **Esclarecer o Habitus.** Disponível em: [http://sociology.berkeley.edu/faculty/wacquant/wacquant\\_pdf/ESCLARECERO\\_HABITUS.pdf](http://sociology.berkeley.edu/faculty/wacquant/wacquant_pdf/ESCLARECERO_HABITUS.pdf)

WHITE, L. J. Credit Rating Agencies: An Overview. Annu. **Rev. Financ. Econ.** 2013. 5:93–122.

ZANINI, F. (10/08/2002 - 08h07). PT quer ajuda de Armínio Fraga em governo de Lula. **Folha Online.** Disponível em: [www1.folha.uol.com.br/folha/brasil/ult96u35701.shtml](http://www1.folha.uol.com.br/folha/brasil/ult96u35701.shtml). Acesso em 05 de jul. 2015.

Recebido em: 01/03/2016  
Aprovado em: 17/05/2016