

Mais que uma razão econômica: Apontamentos sobre a constituição do mercado de títulos da dívida pública brasileira

Ana Carolina Bichoffe¹

Resumo

O artigo apresenta algumas dimensões do percurso de conformação do mercado de títulos da dívida pública brasileira através de uma leitura da manifestação do risco de crédito soberano. Para isso são analisados dois momentos políticos considerados marcadores relevantes da constituição desta morfologia econômica e financeira. As disputas e tensões que estes dois momentos revelam, se mostram enquadramentos interessantes para entender a constituição inicial da estrutura de mercado brasileiro e o aparato cultural que lhe baliza. Recorre-se, portanto, à sociologia crítica, no qual a trama financeira é posta em perspectiva pelo viés histórico e cultural. Espera-se com este artigo contribuir para um referencial analítico que rompa com a forte inclinação economicista que domina as explicações e problematizações sobre o tema.

Palavras-chave: Mercados. Títulos da dívida pública. Agências de Classificação de Risco. Governamentalidade.

I Introdução

A primeira metade dos anos 2000, até a emergência da Great Financial Crisis (GFC) (FRIEDEN, 2016) iniciada em 2007, revela uma condição interessante no campo das finanças governamentais. Um número considerável de países que até então mantinham como diretrizes as prerrogativas econômicas e fiscais de austeridade sugeridas pelo consenso de Washington desviam suas políticas econômicas domésticas para um novo modo de produzir e orquestrar as finanças soberanas.

¹ *Doutoranda do Programa de Pós-Graduação em Ciência Política (PPGPol) 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). Atualmente pesquisadora visitante no Departamento de Sociologia da Universidade da Califórnia, Berkeley. E-mail: acbichoffe@berkeley.edu.*

Esse fenômeno singular despertou o interesse de pesquisadores internacionais. Fourcade (2013), por exemplo, apresenta um conjunto de dados e indícios que comprovam a refração de um conjunto significativo de países ao ‘*transnational paradigm*’ (BABB, 2013 citado pela autora) que imperou sobre as políticas econômicas nas décadas anteriores. De acordo com pesquisadora, a balança de empréstimos do Fundo Monetário Internacional (FMI) oferece pistas instigantes sobre o fenômeno. Nos anos 2000, a clientela da instituição, ou seja, países tomadores de empréstimos, sempre crescente desde a criação do Fundo em 1944, parece evaporar.

A queda significativa na balança do FMI, especialmente entre os anos 2006-2007², é explicada pela mudança de postura na estratégia de desenvolvimento econômico de muitos países que até então recorriam ao crédito oferecido pelo Fundo³. Ao tomar os BRICs (Brasil-Rússia-Índia-China) como objeto de estudo Fourcade expõe e analisa não apenas o reposicionamento material desse grupo, mas também a dimensão simbólica e moral frente ao espaço econômico e financeiro internacional. Recorrendo às mídias financeiras e círculos financeiros internacionais importantes, Fourcade traça uma análise do jogo linguístico de evocação de acrônimos como estratégias de diferenciação e legitimação, mas também de estigmatização, tal como os PIGS (Portugal-Itália-Grécia-Espanha, ‘Spain’ na língua inglesa)⁴. Deste modo, a autora demonstra como os BRICs se constituíram como um grupo desafiante, capaz de, naquele momento, se performar como alternativa de novas oportunidades de investimentos, frente aos tradicionais países do sul da Europa⁵.

Uma das conclusões da autora é de que o jogo de sentido perpetrado por esses Estados desafiante na verdade não forjou uma ruptura total com o receituário financeiro ortodoxo, mas abriu uma janela de oportunidade para que esse bloco de países passasse a moldar e gerir suas economias com mais

2 Fourcade cita uma queda da circulação total de crédito da instituição. Segundo dados recolhidos do próprio site do Fundo em 2003, a soma circulante era de 71,912,955,980 bilhões de dólares. Em dezembro de 2007 o valor passa para 9,833,092,338 bilhões de dólares. A redução drástica do orçamento forçou o Fundo a rever e realizar profundos cortes de despesas; até mesmo vender bens para manutenção de seus custos de operação. Engolindo do seu próprio remédio, de acordo com a autora.

3 Ou que fora mantido fora deste circuito de capital, como foi o caso da China.

4 A autora também sugere o uso de PIIGS, onde se inclui a Irlanda.

5 De acordo com Fourcade aparece também em suas pesquisas o acrônimo STUPID, referência à Espanha (Spain-Turquia- Reino Unido (UK)-Portugal-Itália-Dubai).

autonomia. A questão de fundo presente no trabalho de Fourcade e seus interlocutores, mas não explorada de forma objetiva por eles e por outros quadros da Sociologia Econômica e das Finanças, diz respeito ao fato de esses Estados terem constituído sofisticados mercados de títulos públicos, descentralizando a dependência de crédito de bancos e instituições multilaterais.

Assim, a proposta deste artigo reside em tentar dar o primeiro passo para o preenchimento de uma das lacunas aberta por trabalhos anteriores. Com base em uma profunda pesquisa documental em fontes primárias e secundárias, o texto traz para reflexão enquadramentos de momentos tensionantes que ajudam a compreender as disputas em torno da consolidação do mercado de títulos da dívida pública brasileira⁶.

O eixo principal que guia o entendimento das dinâmicas desse novo mercado está nas manifestações de risco de crédito soberano, operacionalizadas por meio das avaliações e ratings de risco de crédito. Ainda que a natureza de sua importância possa parecer invisível e distante à maioria da sociedade, trata-se de um arsenal heurístico com profundas implicações simbólicas e materiais. O entendimento básico que pauta a pesquisa leva em conta primeiramente que as manifestações de risco e as avaliações decorrentes delas são objetos relacionais, constituídos e desfeitos a partir de disputas culturais e políticas (GRUN, 2014, 2016; FOURCADE, HEALY, 2013b). Logo, compreendidos como histórico e culturalmente situados.

A esse respeito, uma leitura Foucaultiana do problema colocaria que não se trata tanto de vasculhar qual o tipo de conhecimento que pode ser constituído a partir da manifestação de risco de crédito soberano, mas sim, qual o tipo de poder que se exerce sobre ele, e do qual há uma razão para continuar a exercer (FOUCAULT, 2006, 2008; CASTEL, 1987). Assim, a questão de fundo que se pode colocar é: como esse fenômeno constitui, para a sociedade, Estado e mercados econômicos e financeiros, um desafio.

6 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.

Tal desafio foi em grande parte respondido através de medidas de institucionalização e racionalização do risco, tais como as atividades de monitoramento e controle realizadas pelas agências de classificação de risco. Mostrando-se eficientes artefatos de autoridade, os ratings, notas e classificações dessas agências acabam por exercer um papel que diminui a necessidade de agudas intervenções regulatórias ou sanções econômicas de outras nações e instituições multilaterais. Estabelece-se assim a governamentalidade do risco (DEAN, 1999).

Assim, a primeira parte desse artigo oferece, portanto, uma breve contextualização da constituição do mercado de títulos públicos federais no Brasil. A descrição das decisões e encaminhamentos produzidos pelo Governo, por meio da análise de um conjunto de práticas (não) discursivas, engendram evidências instigantes de como, em contextos históricos e socioculturais singulares as demarcações de risco, perigo e medo aparecem num jogo complexo do “verdadeiro e do falso”, resignificadas e racionalizadas de acordo com as disposições políticas e culturais (FOUCAULT, 2008).

A segunda parte do artigo é composta pelo enquadramento de narrativas de dois momentos específicos da história econômica e financeira brasileira. Governos brasileiros de espectros políticos opostos, apresentam soluções à primeira vista contraintuitivas sobre o modelo de gestão da dívida pública. Levando em conta as notas produzidas pelas agências de classificação de risco e dos enquadramentos fornecidos pelos periódicos econômicos e financeiros sobre essas avaliações de crédito, este artigo questiona em que medida a “governamentalidade” das classificações se exerce sobre a ação política.

O primeiro enquadramento se refere à chamada “quarta-feira 13” do câmbio e seus desdobramentos. Ocorrido em janeiro de 1999, o evento é tomado como marco responsável por deflagrar a crise do regime cambial brasileiro, que acabou por tensionar a sustentação política do Governo de Fernando Henrique Cardoso (FHC). O período subsequente ao evento foi marcado pela queda sustentada do rating brasileiro para títulos de longo prazo. Chama a atenção o sistema de estratégias e crenças invocadas pelo governo para lidar com a apreensão do momento.

O segundo enquadramento se dá em 2005, em tempos de Governo Lula, com decisão política de pagamento da dívida pública externa, medida am-

plamente criticada por alas da oposição, pela elite intelectual e financeira do mercado nacional e inclusive por parte de uma militância de apoio ao Governo. Dado seu caráter contraintuitivo – se visto sob o prisma da doxa econômica vigente – em longo prazo elevaria as despesas do Estado com pagamento de imódicos dividendos, substituindo-a por uma dívida interna. Interpretada como uma política produtora pelas agências de classificação de risco promove, assim, a nota do Brasil ao grau de investimento, marco inédito na recente história financeira deste mercado.

A seleção destes *framings* revela uma panóplia de racionalidades que regem não apenas o que vem a ser definido como risco, mas também seu cálculo no sentido político da ideia, quer seja o leque de implicações e possibilidades. São apresentadas, 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 Governo, 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 A novidade: o mercado de títulos da dívida pública

Não apenas no Brasil, mas em todas as economias capitalistas contemporâneas, os títulos públicos se consagraram como importantes instrumentos para o financiamento da dívida e de custeio de atividades de Governos. Na chave explicativa fornecida pelo corolário financeiro internacional, 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 investimentos, como as relacionadas às calamidades públicas, guerras ou outro tipo de choque temporário.

A 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 físicas⁷. É com base nessas negociações e nas avaliações das agências de classificação de risco 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.

O ingresso do Estado brasileiro no “debt-market” internacional ocorre simultaneamente à estruturação do mercado de títulos da dívida soberana na década de 1990. Assim como outros países que estiveram à beira de um colapso nos anos 1980, o Brasil adere ao plano Brady. O plano se materializou através da substituição quase exclusiva de financiamentos externos (empréstimos de organismos multilaterais) pela capitalização do próprio Estado através da emissão de títulos. Ainda que o plano tenha sido anunciado em 1989, pelo secretário de tesouro norte-americano, Nicholas F. Brady, o Brasil conclui o acordo de aderência ao Plano apenas em 1994.

As diretrizes do Plano Brady instituíram 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). Do ponto de vista da teoria financeira, a negociação do spread soberano implica, 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).

Os títulos emitidos após 1994 compunham a chamada dívida soberana, que contrastava com a ‘dívida reestruturada’ oriunda dos tempos dos

7 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 que, por cobrarem elevadas taxas de administração, especialmente em aplicações de baixo valor, reduziam a atratividade desse tipo de investimento (STN, 2015).

Governos Militares. Como os títulos tipo Brady⁸ possuíam o estigma de serem fruto de um processo de renegociação, suas taxas em geral encontravam-se acima da chamada “curva justa”, da qual faziam parte apenas os títulos soberanos emitidos após 1994 (STN, 2015). 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 pelo novo conjunto de agentes que assumem seu controle:

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; SASSEN, 2012) 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 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 1970/1980 – 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

8 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 tem início 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 de abril 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.

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)⁹.

Se para as mídias e sociedade prevalecia o discurso de controle, responsabilidade e liderança na condução dessa empreitada, as evidências da pesquisa empírica chamam a atenção para bastidores do mercado. Uma primeira diz respeito à cobrança sobre as nações que aderiram ao plano Brady, para que levantassem, sistematizassem e tornassem transparentes e acessíveis os dados de suas contas públicas. Assim, através da análise de relatórios e comunicados foi possível identificar como um conjunto de instituições tais como International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Fundo Monetário Internacional (FMI)¹⁰, Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), BIRD (Banco Mundial) e o próprio Governo Norte-americano promoveram como estratégia consciente, que já se desenrolava desde meados da década 1980 (IOSCO; FMI, 2011), mecanismos para reunir e produzir uma convenção de equivalências sobre as finanças internacionais¹¹.

Neste cenário, as narrativas relacionadas a concepções de governança (governança corporativa), *compliance e enforcement* ganham destaque. Os fundamentos etimológicos destas concepções se relacionam com o campo da lei e do direito – todas ligadas às ideias de norma, segurança, previsibilidade, transparência e controle. Em definição usual, e tomadas em conjunto, estas

9 Trata-se fundamentalmente da Governança Corporativa, private equity, venture capital.

10 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.

11 Sob ponto de vista da cultura epistêmica de mensuração estatística trata-se de um período analiticamente interessante. Os avanços dos aparatos tecnológicos permitiram, por exemplo, um refinamento significativo nos estudos econômicos. Segundo relatórios do National Bureau of Economic Research, maior organização voltada para pesquisa econômica dos Estados Unidos, nesta mesma década de 90, tem início um processo de mudança no escopo das pesquisas – nos anos 90 cerca de 30% dos trabalhos tinham um embasamento puramente empírico. Em final dos anos 2000 este valor saltou para cerca de 50%. O relatório aponta que grande parte deste crescimento pode ser imputado à maior disponibilidade de microdados que permitiram análises empíricas rigorosas de questões que não podiam ser respondidas exclusivamente com base na teoria (CHETTY; FINKELSTEIN, 2012).

concepções se referem a ações e compromissos com o fim de resguardar interesses particulares e o relacionamento entre *stakeholders* e *shareholders* (IBGC, 2015); concretizando-se por meio do cumprimento de leis, regras e regulamentos aplicáveis, cujo descumprimento é passível de punições – desde onerosas multas monetárias, sanções legais e regulamentares – e sobretudo em perda de reputação.

A justaposição destas ferramentas produzidas para o mundo financeiro ao espaço estatal e a racionalidade específica que elas trazem incorporadas em suas práticas – remetem à um novo sistema de obrigações que passam a compor e constituir novos elementos de tensão para os agentes de Estado (incluindo neste escopo gestores governamentais). Se antes a tensão inaugural – cabe dizer, irremovível passa a residir residia entre o par de oposição público *versus* privado, ou seja, a construção de uma identidade pública, altruísta em favor do interesse geral da nação em abnegação de interesses particulares, um novo tensionamento [re]surge. O gestor público ao assumir a necessidade de um endividamento público permite que o custeio e os riscos — sejam distribuídos equitativamente entre os contribuintes do presente e do futuro. O ônus e a carga de tributos tornam-se moralmente aceitos e legitimados coletivamente quando empregados na construção de ativos, cuja expectativa coletiva é de que gerarão benefícios e rendimentos superiores ao custo dispendido e, portanto, beneficiarão várias gerações.

A tensão se adensa quando não há consenso sobre o projeto e os benefícios destas aplicações; ou ainda, quando há dúvidas sobre abusos dos gestores na condução da dívida. 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 desambe o descontrole dos gastos, e que surjam ondas de calotes entre Estados. Assim, do ponto de vista individual dos compradores de títulos públicos (ou seja, os *shareholders*), surge a necessidade de se proteger; seja da incerteza, seja da probabilidade de um eventual calote, exigindo assim juros reais cada vez mais elevados, encurtando os prazos e indexando a dívida pública às variáveis sujeitas à elevada incerteza macroeconômica, como o câmbio e os juros futuros (SILVA et al., 2009).

É neste contexto de que as classificações¹² e os pareceres produzidos pelas agências conformam um novo regime de ‘manifestações’ de verdades no campo econômico financeiro. Em termos práticos, a notação e o ranking de classificação das agências 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).

Uma primeira aproximação, em parte funcionalista, delega às agências no sistema econômico global uma condição que antes cabia aos bancos: a produção, análise e viabilização dos processos de empréstimos. As agências se tornaram o que Gourevitch (2002, citado por SINCLAIR, 2010) denomina de “intermediários de reputação”, de forma semelhante a contadores, analistas e advogados, que são essenciais para a dinâmica do sistema.

A perspectiva assumida aqui busca uma interpretação mais refinada sobre a condição das agências. Sua proeminência como “key benchmarks” se dá justamente por estabelecerem regras que vão para além das regras regulatórias. A gramática classificatória produzida por elas, não apenas cria, mas também performa (CALLON, 2008) 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).

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.

12 *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).*

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 produzido 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).

Ao azeitar as relações, produzindo ‘verdades’ frente às dúvidas e riscos, as agências encerram um sistema lógico, não tão novo assim, mas com uma capilaridade até então não desconhecida na história econômica e financeira mundial. Sua influência, capaz de produzir alterações nas relações entre os agentes garantidores e os próprios agentes produtores das classificações e, por consequência, instituindo uma nova forma de ‘*governamentabilidade*’. Convergem e concorrem nesse mercado 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.

3 Governo FHC e o peso do poder disciplinar no controle e gestão do risco soberano

Considerado como um plano de sucesso na estabilização da inflação, o Real abriu uma janela de possibilidades para concretização do projeto político do Governo FHC, mormente reforçada 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:

Durante a implementação dessas medidas, o Governo FHC fora aclamado por intelectuais e personalidades do mundo financeiro brasileiro, muitos pertencentes ao seletto grupo dos “economistas do Real”, como Edmar Bacha, Pedro Malan, Pérsio Arida, André Lara-Rezende, Gustavo Loyola, Gustavo

Franco. Estas personalidades com prestígio e reconhecimento para além das fronteiras nacionais engrossavam e compunham a crença no discurso político do Governo. de exortação dos males e fantasmas da sociedade, sendo o principal deles o 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 à um fundamentalismo de mercado – ao que se observa a política macroeconômica de sobrevalorização do câmbio¹³ e taxas altas de juros na tentativa de estabilização monetária. Aos triunfantes cabem as láureas, ou seja, a exitosa empreitada de oferecer a sensação de expurgação dos males e controle do risco do imaginário e percepção social dos cidadãos, agraciou o Governo FHC com sua reeleição.

13 *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 Pêrsio 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 Pêrsio em seguida, que foi muito traumática (Pêrsio 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>>. Acesso em: 10 de nov. 2014.*

O repertório conceitual e prático de como a economia e as finanças nacionais foram conduzidas faziam eco às prerrogativas ortodoxas internacionais de outrora – basicamente pelo corte de despesas (como, por exemplo, reduzindo benefícios sociais) e reformas macroestruturais (como, por exemplo, flexibilização do mercado de trabalho; políticas de desregulação e incentivo à competição empresarial).

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 reduzido, em parte devido ao cenário instável no plano da política econômica 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, sem opção concreta, negociou uma linha de crédito no valor de US\$ 41,75 bilhões com o FMI, com recursos do BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento) e BIRD (Banco Mundial) incluídos. Novamente, a opção pelo empréstimo nos organismos multilaterais tradicionais

não é meramente uma decisão de uma política “neoliberal”, no sentido mais conservador possível, como a militância de esquerda assumiu durante muito tempo. A avaliação da agência sobre a performance brasileira, apontava para uma questão que viria ser o “calcanhar de Aquiles” dos governos FHC: a incapacidade de fortalecer o mercado de títulos de dívida pública.

Ao instituir um modelo de rápida atração de investimentos, e portanto recursos, por meio do pagamento de elevados dividendos a equipe econômica fadou seu mercado de títulos soberanos aos interesses especulativos de investidores. A leitura da agência reconhecia o esforço de saneamento das finanças internas, mas apontava esse grande problema na coluna dorsal do mercado brasileiro. Em momentos de arrefecimento e turbulências no plano global, como aquele que se anunciara em 1997-1998 com as crises asiática e russa, o Brasil presenciaria a fuga de capitais, uma depreciação significativa de seus títulos. A reversão do processo seria através da oferta de retornos mais promissores. Gerando assim uma espiral crescente de endividamento do país no longo prazo. Modelo claramente insustentável até mesmo para aqueles pouco entrados no mundo das finanças.

A contradição que se revela um fenômeno analiticamente interessante. O governo que cria e institucionaliza o mercado, mas se mostra incapaz de conduzi-lo. A opção de se recorrer ao financiamento tradicional demarcar claramente a posição da equipe econômica no campo social de forças. Mas, mais do que isto, trata-se de um engajamento em uma forma particular de pensar as políticas macroeconômicas. Trata-se de um modelo calcificado no imaginário dos gestores, que restringe o leque de opções 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 esses 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 ISTOÉDINHEIRO, 2004).

Nos quadros de um ‘conformismo lógico’, e indo contra a aposta no debt-market, é estabelecido o acordo entre os credores tradicionais e o Governo brasileiro. Ali foram definidos os patamares de superávits primários a cada trimestre, no qual se consideraram 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 disponibilizados¹⁴.

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.

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.

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

Em 8 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 Lopes¹⁵. Já na posse, no dia 13, instituiu 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, 2004).¹⁶

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 as investigações do Caso Marka¹⁷, nas quais nome do presidente

15 *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. Atribui-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.*

16 *Entrevista à ISTOÉ DINHEIRO.*

17 *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*

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 pensadas 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.

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 2 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 tratativa de administrar as expectativas dos mercados e investidores e, obviamente do FMI e das agências de classificação de risco.

Chama a 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

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).

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 à 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 Ciavazzi 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 n. 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 orçamentárias¹⁸.

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 4 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.

¹⁸ 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.

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

A explicação é simples, diante de um desarranjo das contas públicas surge um *tradeoff* elementar: um déficit orçamentário implicaria no aumento da taxa de juros para a nação e por consequência na queda nos investimentos. Nesse modelo explicativo induz-se, portanto, que, como os investimentos são importantes para o crescimento econômico de longo prazo, os déficits orçamentários do governo restringir-se-iam à taxa de crescimento da economia.

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 moral

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 Serra¹⁹. No segundo turno, Luís Inácio Lula da Silva elegeu-se presidente da República, com mais de 53 milhões de votos. No entanto, para

19 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.

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, p. 72).

De fato, retornamos à proposição sugerida por Fourcade (2013) no início do artigo. A opção por manter o controle sobre as contas fiscais e monetárias, ainda que possa parecer uma ingerência de um modelo espartano de gestão pública, também pode ser encarada como a possibilidade de uma gestão autônoma das finanças. Dito de outra forma: na medida em que o Governo demonstra estar consciente das regras do jogo do mercado internacional, e segue minimamente as diretrizes de um controle orçamentário, ou mesmo se não segui-las reconhece e acena positivamente para elas, a autonomia doméstica estará garantida.

Para dar inteligibilidade à esta proposição, tomemos o caso da dívida pública norte-americana. Atualmente gira em torno dos 18,96 trilhões de dólares e o PIB em 17,9 trilhões de dólares (dados de janeiro, 2016) e a trajetória dos últimos trinta anos revela que líderes, tanto do Partido Republicano quanto Democrata, se engajaram com sucesso para estender o teto da dívida, ampliando os gastos e despesas públicas. E mesmo diante deste passivo, a economia norte-americana é considerada altamente segura. Ainda que o montante da dívida seja significativo em muitos sentidos, o cerne da problemática se centra na credibilidade e na reputação dos Governos para a condução das políticas econômicas (MONTES; TIBERTO, 2015).

Uma analogia oportuna pode ser feita com aquilo que Foucault denomina de discurso da confissão do campo religioso. Na medida em que os Estados realizam seus exames de consciência, e assumem seus erros (pecados) e criam os rituais de penitência, eles passam a ter conhecimento um melhor conhecimento de si, melhor domínio de si, de esclarecimento de suas próprias tendências, e assim a possibilidade de gerir sua trajetória.

Assim, em 2005, 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 com os 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.

O principal efeito dessa medida foi a ruptura da paralisia inercial do mercado de títulos da dívida pública produzida em tempos de Governo FHC. De imediato, os “cães de guarda” das alas da oposição começam a ladrar e a censura da ordem financeira ortodoxa se manifesta. Inicia-se um debate publicizado²⁰ – 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 possibilidade²¹ 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 país²².

20 *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.*

21 *Especialmente na blogosfera onde acompanhei de perto o debate, Relatório final FAPESP 2011/15932-0.*

22 *A emergência dos Governos de centro-esquerda (Lula e Dilma) nos anos 2000 reacenderam o debate em torno da dívida e do risco soberano. Em um primeiro momento, construindo uma relação com os custos e financiamento do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), programa de planejamento e execução de grandes obras de infraestrutura social, urbana, logística e energética do país. E, posteriormente levantando o debate sobre a política fiscal do Governo Dilma: os mecanismos empregados para a troca de repasses entre instituições*

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 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).

Alçar a nota do Brasil ao nível de investimento em 2008 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 n. 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 n. 315, de 3 de agosto de 2006, convertida na Lei n. 11.371 de 28 de novembro de 2006²³, conhecida como lei de

financeiras públicas para pagamentos de alguns benefícios, subsídios e subvenções concedidos pelo governo – prática disseminada nas mídias em um primeiro momento como “contabilidade criativa”, e posteriormente como “pedaladas fiscais” (ADELAIDE, 2015; ESTADÃO, 2015).

23 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.

“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 n. 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 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.

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 vulnerabilidade²⁴, 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 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

24 O termo vulnerabilidade aqui usado a partir do *chavão* financeiro, refere-se à resposta dos *spreads* soberanos a choques externos de risco ou liquidez global.

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”: Pêrsio Arida, Edmar Bacha e André Lara-Resende²⁵. 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 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

“Em qual você escolheria investir seu dinheiro: BRICs ou PIGS? Esta pergunta reflexiva de Fourcade (2013), porém altamente provocadora e nada irrelevante, traz para o debate o papel central do discurso e da linguagem. Os regimes de nomeação e classificação seja de BRICs ou PIGS, ou seja, pelas notas e rankings das agências de classificação de risco nos lembra que tanto a economia quanto as finanças são construídas a partir de disputas culturais, mas também através de coações morais performativas capazes de instituir profundas mudanças materiais.

25 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).

O fenômeno dos anos 2000 ao qual Fourcade (2013) faz referência não representou uma ruptura `a la Gaston Bachelard, no sentido e modo de pensar e gerir as finanças estatais. De fato, se observa a emergência de uma nova configuração de forças, em que os Estados soberanos assumem o domínio de suas finanças. Nessa configuração, Estados se tornam em última instância credores e devedores (implícita ou explicitamente), ou seja, papel de prover liquidez aos mercados de títulos públicos de modo a manter as instituições financeiras solventes e evitar falências e uma contagiosa quebra de confiança.

No entanto, a autonomia é parcial. Para dar suporte a esta realização prática dos Estados Soberanos ocorre a criação e performance de um conjunto de novas categorias culturais e dispositivos de controle. Tal como apresentado na primeira parte do artigo, há toda uma mobilização e esforço para o desenvolvimento de uma indústria cultural – em torno da construção e promoção da credibilidade e confiança para a gestão saudável do risco. O sentido é dado através de relações de contraste, isto implica em flexionar e condenar práticas abusivas e deturpatórias da dívida pública.

Desenrola-se todo um sistema cultural assegurado por segmentos da imprensa, literatura, produções em série, criação de um público consumidor sobre classificações e avaliações de performances. Trata-se também da instituição de um modo de controle fluido e altamente eficiente de controle. Primeiramente por performar o que se entende por medo e ameaças aos mercados. Em segundo lugar, por produzir estratégias de detecção, tratamento e prevenção de riscos e diminuição da insegurança e medo. Tem-se aí a governamentalidade do risco.

Já, na segunda parte do artigo, a evocação dos dois enquadramentos revela as contradições e contenciosos entre ideais normativos e práticas sociais. A tensão envolvida nos dois eventos apresentados, mais do que a publicização das posições ou das transgressões – tem um papel importante na demonstração da evolução da dinâmica cultural no entendimento das finanças públicas. Os mundos estáveis dos modelos econômicos epistêmicos são colocados à prova por meio das reações coletivas.

Observa-se assim, no Governo Fernando Henrique Cardoso a prevalência de um modelo de gerenciamento financeiro altamente ortodoxo. A arquitetura

proposta pelos economistas do Governo estabelecia que a dívida do Estado deveria ser valorizada com as mesmas considerações econômicas que dão valor à dívida privada. Em termos práticos se refere à ponderação da receita líquida do emitente dos títulos em relação aos seus gastos e orçamento. As agências, ao apontarem para a contradição básica envolvendo o mercado de títulos brasileira, reafirmam seu exercício de controle moral sobre os usos do crédito soberano e regulação dos mercados. Por outro lado, o Governo, tão fidedigno à sua matriz disciplinar econômica, e crente no modelo de gestão financeira aplicado, opta por imobilizar a ação e usos do mercado de títulos públicos, retornando ao modelo anterior de empréstimos com os organismos multilaterais.

A suposta controvérsia pública emerge com o Governo Lula e sua ruptura parcial com esquema cognitivo até então dominante nas finanças públicas brasileira. Ao acenar positivamente para o discurso internacional, dos usos moralmente aceitos do crédito público e optar pelo mercado de títulos da dívida como mecanismo de alavancagem desses recursos, o Governo Lula constitui uma nova realidade sobre a percepção do risco soberano. A articulação de um conjunto de discursos moralmente aceitáveis, com a institucionalização de uma gramática de normas e leis coerentes com os esquemas cognitivos de controle desejáveis aos mercados de títulos, conferiu ao Governo Lula legitimidade e confiança no espaço internacional, elevando a nota do país ao nível de investimento. Do ponto de vista interno, permitiu a construção de um sistema de representação da realidade poderoso, capaz de legitimar uma agenda política de forte cunho desenvolvimentista e de assistência social.

Logo, diante de momentos históricos específicos (discurso e ações e políticas) em relação aos 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 dos 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).

Assim, muitos dos argumentos apresentados ao longo do artigo reforçam as representações e discursos de campos de saberes distintos. Esses quadros reforçam a constatação inicial de que os dois períodos apresentaram novidades importantes – fundamentais para novos construtos políticos. As dimensões

empíricas apresentadas dão conta dos 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.

Referências

AUDITORIA CIDADÃ DA DÍVIDA. Entenda os números. Disponível em: <<http://www.auditoriacidada.org.br/>>. Acesso em: 12 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 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 (1989-1992)**. São Paulo: Cia das Letras, 2014.

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

_____. [2001]. **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 n. 101, de 4 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências.

CAPELLETTO, Lucio Rodrigues; CORRAR, Luiz João. 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&nrn=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>>. Acesso em: 09 set. 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM n. 521, 2012.

_____. Relatório de análise. Audiência Pública SDM n. 16/11. Processo CVM n. RJ-2008-10842, 2012a.

COSTA, S. Quase crítica: Insuficiências da sociologia da modernização reflexiva. **Tempo social**, São Paulo, v. 16, n. 2, nov. 2004.

DEAN, Mitchell. **Governmentality:** power and rule in modern society. London: Sage, 1999.

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%209-Risco%20Pa%C3%ADs.pdf>>. Acesso em: 22 de ago. 2014.

DESROSIÈRES, A. Statistics and social critique. **Partecipazione e conflitto:** The Open Journal of Sociopolitical Studies. Disponível: <<http://siba-ese.unisalento.it/index.php/paco>>. Acesso em: 12 jun. 2016.

_____. **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.

DURKHEIM, E. **As regras do método sociológico.** 2. ed. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

FOURCADE-GARRINCHAS. Economy and culture. Blackwell Encyclopedia of Sociology, 2007.

FOURCADE, M; HEALY, K. Classification situations: Life-chances in the neoliberal era. **Accounting, Organizations and Society**, v. 38, pp. 559-572, 2013b.

FOURCADE, M. The material and symbolic construction of the BRICs: Reflections inspired by the RIPE. **Special Issue Review of International Political Economy**, v. 20, n. 2, pp. 256-267, 2013a. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1080/09692290.2013.779408>>. Acesso em: 08 abr. 2015.

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

_____. Estratégias, poder-saber. **Ditos e escritos**, Ed. Forense Universitaria, v. 4, 2006.

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>. Acesso em: 5 jul. 2015.

FRIEDEN, J. The Governance of International Finance. **Annu. Rev. Polit. Sci.**, 2016.. Downloaded from: <www.annualreviews.org>. Access provided by Tulane University on 20 Apr. 2016.

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/ppp/article/viewFile/92/67>>. Acesso em: 4 set. 2013.

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>>. Acesso em: 06 fev. 2013.

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

GIAMBIAGI, F. et al. **Economia brasileira contemporânea**: 1945-2010. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

_____. **Economia brasileira contemporânea**: 1945-2004. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GIAMBIAGI, F.; GARCIA, M. **Risco e regulação**. Rio de Janeiro: 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>. 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. **Decifra-me ou te devoro: o Brasil e a dominação financeira**. São Paulo: Alameda, 2016.

_____. Entre o pig e o mensalão mitologia política e realidade contemporânea. **Rev. bras. Ci. Soc.**, Out 2014, v. 29, n. 86, p. 57-78. ISSN 0102-6909.

_____. 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>. Acesso em: 21 out. 2013. <http://dx.doi.org/10.1590/S0103-20702013000100010>.

_____. Escândalos, tsunamis e marolas: apontamentos e desapontamentos sobre um traço recorrente da atualidade. **Rev. bras. Ci. Soc.**, v. 26, n. 77, p. 151-174, out. 2011. ISSN 0102-6909

_____. A Crise Financeira, a Guerra Cultural e as Transformações do Espaço Econômico Brasileiro em 2009. **DADOS**, Rio de Janeiro, v. 53, n. 2, p. 255-297, 2010a.

_____. “Financeirização de esquerda? Frutos inesperados no Brasil do século XXI.” **Tempo Social**, v. 21, p. 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>. Acesso em: 5 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=S01026909200700300008&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**, v. 23, p. 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>. Acesso em: 23 fev. 2008.

_____. “A evolução recente do espaço financeiro no Brasil e alguns reflexos na cena política.” **Dados - Revista de Ciências Sociais**, v. 47, p. 5-47, 2004a.

_____. “A sociologia das finanças e a nova geografia do poder no Brasil.” **Tempo Social**, v. 16, p. 151-176, 2004b.

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

INFOMONEY. **Derivativos de crédito**: entenda o que são os Credit Default Swaps. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/ultimas-noticias/noticia/1422403/derivativos-eacutedito-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&mindex=1>>. Acesso em: 4 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>. 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>. Acesso 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**, 7 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/>. 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, Apr. 2008.

METRI, M. A dívida pública nos governos FHC, Lula e Dilma: uma análise comparativa. **Luis Nassif Online**. Disponível em: <<http://jornalggm.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>. Acesso em: 6 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**. (2 set. 2013). Disponível em: <<http://ultimosegundo.ig.com.br/os-60-mais-poderosos/arminio-fraga/52212e9f63e3ea5a4e000002.html>>. Acesso em: 23 mai. 2014.

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.

_____. Business risk auditing: debating the history of its present **Accounting, Organizations and Society**. Elsevier, 32. p. 379-382. ISSN 0361-3682, p. 379-382, 2007.

_____. How accounting begins: object formation and the accretion of infrastructure **Accounting, Organizations and Society**. Elsevier, 47. p. 43-55. ISSN 0361-3682, 2015.

ROMERO, C. Beleza brasileira. **ValorInveste**. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor-investe/casa-das-caldeiras/1072988/beleza-brasileira>>. Acesso em: 5 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>. Access on: 30 mai. 2012. <<http://dx.doi.org/10.1590/S0103-20701999000200001>>.

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

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). **Termo de referência**. Disponível em: <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_Sistemico_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>. Access on: 2 Aug. 2015.

VALOR ECONOMICO. **Governo inicia ‘maratona’ para garantir nota de crédito**. Disponível em: <https://www1.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=1022552>. Acesso em 28 fev. 2015.

WACQUANT, L. Durkheim e Bourdieu: A base comum e suas fissuras. **Novos Estudos**, n. 48, 1997.

_____. **Esclarecer o Habitus**. Disponível em: <http://sociology.berkeley.edu/faculty/wacquant/wacquant_pdf/ESCLARECEROHABITUS.pdf>. Acesso em: 14 mai. 2016.

WHITE, L. J. Credit rating agencies: an overview. **Annu. Rev. Financ. Econ.**, v. 5, p. 93-122, 2013.

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>. Acesso em: 5 de jul. 2015.

Recebido em: 10/03/2016

Aceito em: 28/08/2016

Not Only Economic Reason: notes about the emergence of Brazilian sovereign credit market

Abstract

The article presents a discussion about some dimensions of the Brazilian public debt market, specifically about its emergence and path. We make these propositions through the interpretation of the manifestation of sovereign credit risk. Therefore, two political moments were considered and some relevant milestones of the constitution of this economic and financial morphology analyzed. Through the disputes and tensions revealed by these two events, we aim to understand, not only the initial constitution of the Brazilian market structure, but the cultural apparatus that surrounded it. For this propose, the article recurs to critical sociology, through which the financial plot is put into historical and cultural biases. This article contributes with an analytical framework that breaks with the strong economic dogma, which dominates the agenda and problematizations about the public debt market.

Keywords: Markets. Brazilian Sovereign Bonds. Risk. Credit Rating Agencies. Governmentality.