

PEDRO LANGE NETTO MACHADO

A POLÍTICA DA CLASSIFICAÇÃO DE RISCO: Uma análise da  
atuação das agências de *rating* ao longo dos governos de Dilma  
Rousseff (2011-2016)

Dissertação submetida ao  
Programa de Pós-Graduação  
em Relações Internacionais da  
Universidade Federal de  
Santa Catarina para a  
obtenção do Grau de Mestre  
em Relações Internacionais.

Orientadora: Profa. Dra.  
Patrícia F. F. Arienti

Florianópolis  
2018

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,  
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Machado, Pedro Lange Netto

A política da classificação de risco : uma análise da atuação das agências de rating ao longo dos governos de Dilma Rousseff (2011-2016) / Pedro Lange Netto Machado ; orientadora, Patrícia Fonseca Ferreira Arienti, 2018.

145 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio-Econômico, Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais, Florianópolis, 2018.

Inclui referências.

1. Relações Internacionais. 2. Globalização financeira. 3. Agências de rating. 4. Governo Dilma. I. Arienti, Patrícia Fonseca Ferreira. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais. III. Título.

Pedro Lange Netto Machado

**A POLÍTICA DA CLASSIFICAÇÃO DE RISCO: Uma análise da  
atuação das agências de *rating* ao longo dos governos de Dilma  
Rousseff (2011-2016)**

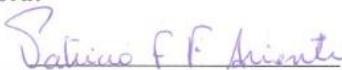
Esta Dissertação foi julgada adequada para a obtenção do Grau de Mestre em Relações Internacionais e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC).

Florianópolis, 17 de dezembro de 2018.



Prof. Helton Ricardo Ouriques, Dr.  
Coordenador do Curso

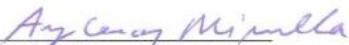
**Banca Examinadora:**



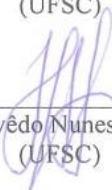
Prof.<sup>a</sup> Patrícia Fonseca Ferreira Arienti, Dr.<sup>a</sup>  
Orientadora (UFSC)



Prof. Fernando Roberto de Freitas Almeida, Dr.  
(Universidade Federal Fluminense)



Prof. Aty Cesar Minella, Dr.  
(UFSC)



Prof. Hoyêdo Nunes Lins, Dr.  
(UFSC)



## RESUMO

A dissertação analisa a atuação das agências de *rating* ao longo dos governos de Dilma Rousseff (2011-2016), de modo a verificar a hipótese de que estas empresas atuam no sentido de constranger governos nacionais a se alinharem aos preceitos do Consenso de Washington. Com esta finalidade, parte-se de uma perspectiva da globalização financeira que contempla tanto a partir de suas motivações políticas quanto em seus desdobramentos econômicos, o que permite entender o estabelecimento de mercados de capitais globalizados e desintermediados como projeção do poder estrutural dos Estados Unidos. É neste ambiente que as agências, atores originalmente estadunidenses, operam e ganham prominência em nível global, mediando o processo de financiamento de Estados nacionais, através da atribuição de notas de crédito aos títulos que emitem. A metodologia implementada consiste no referido estudo do caso do Brasil, tendo como base materiais provenientes das três vias por meio das quais as agências são capazes de se manifestar e, conseqüentemente, de pressionar governos nacionais. Desta feita, analisam-se os movimentos do *rating* brasileiro e os relatórios sobre o país emitidos pelas três empresas que monopolizam o setor – *Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch Ratings* –, assim como declarações de seus executivos em canais de mídia. As conclusões corroboram a hipótese proposta, esclarecendo a atuação política das agências ao longo dos governos de Dilma, o que se mostra mais ou menos evidente, conforme mudanças conjunturais internas e externas ao país. Desse modo, ainda que este *modus operandi* seja observado de forma restrita ao caso proposto, o viés ideológico, em prol do alinhamento ao Consenso de Washington, por parte das agências pode esclarecer a atuação destes atores também em sua relação com outros países.

Palavras-chave: globalização financeira; agências de *rating*; governo Dilma.

## ABSTRACT

The thesis analyses the performance of credit rating agencies during Dilma Rousseff's administrations (2011-2016), in order to verify the hypothesis that these companies act by constraining national governments to conform to the Washington Consensus. To this end, it adopts a perspective of the financial globalization that contemplates it both from its political motivations and its economic developments, which allows an understanding of the establishment of globalized and disintermediated capital markets as a projection of the structural power of the United States. It is in this environment that credit rating agencies, originally US actors, operate and gain prominence at a global level, mediating the process of financing of national states by rating their issued bonds. The adopted methodology consists of the aforementioned case study of Brazil, based on the materials from the three channels through which the agencies are able to express themselves and, as a consequence, to pressure national governments. Thus, the thesis analyses the changes in the Brazilian ratings and the country reports issued by the three companies that monopolize the segment - Standard & Poor's, Moody's and FitchRatings -, as well as statements by its executives in media channels. The conclusions corroborate the hypothesis proposed, clarifying the political activity of the agencies throughout the governments of Dilma, which is more or less evident according to internal and external conjunctural changes. Thus, although this *modus operandi* is observed in a restricted way to the case studied, the agencies' ideological bias towards alignment with the Washington Consensus can clarify the performance of these actors also when regarding other countries.

Key-words: financial globalization; credit rating agencies; Dilma Rousseff's administration.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>2 GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA, AUTONOMIA ESTATAL E AS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO .....</b>	<b>15</b>
2.1 Introdução .....	15
2.2 Sobre a Globalização Financeira .....	15
2.3 A Autonomia Estatal no Contexto de Globalização Financeira .....	26
2.4 Sobre as Agências de Rating .....	33
2.4.1 Definições e critérios metodológicos das agências de classificação de risco .....	34
2.4.2 Panorama histórico do desenvolvimento das agências de rating .....	40
2.4.3 Polêmicas e controvérsias em torno da atuação das agências de <i>rating</i> .....	45
2.5 Conclusão .....	50
<b>3 UM PANORAMA DOS GOVERNOS DE DILMA ROUSSEFF (2011-2016) .....</b>	<b>53</b>
3.1 Introdução .....	53
3.2 Conjuntura Internacional .....	54
3.3 A Nova Matriz Econômica .....	56
3.4 Os Resultados e o Desmantelamento da Nova Matriz Econômica .....	65
3.5 Investigações Judiciais e Crise Política .....	73
3.6 Reeleição e Retorno à Ortodoxia Neoliberal .....	77
3.7 O Debate Desenvolvimentista: Algumas Considerações .....	85
3.8 Conclusão .....	88
<b>4 A ATUAÇÃO DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO AO LONGO DOS GOVERNOS DE DILMA ROUSSEFF (2011-2016) .....</b>	<b>91</b>
4.1 Introdução .....	91
4.2 Das Agências de <i>Rating</i> sobre o Brasil de Dilma .....	92
2.4.1 2011-2012: Manutenção da trajetória ascendente .....	93
2.4.2 2013-2014: Período de inflexão e de oposição eleitoral discreta .....	99
2.4.3 2015-2016: Aumento das pressões sobre o governo .....	110
4.3 O Brasil e as Agências: as pressões em suas diferentes formas .....	120
4.3.1 2011-2012 .....	120
4.3.2 2013-2014 .....	123

4.3.3 2015-2016.....	125
4.4 Conclusão.....	129
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>131</b>
<b>6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>136</b>

## 1 INTRODUÇÃO

As consequências da integração de Estados nacionais à globalização financeira, sobretudo mediante a liberalização de suas contas de capitais, vêm sendo tema de amplos debates na literatura das áreas de Ciência Política e de Relações Internacionais. Desde o último quarto do século XX, esforços acadêmicos são empreendidos para compreender os impactos e a influência desta nova realidade, que subverte a autonomia de governos nacionais frente ao poder desfrutado por atores do sistema global de finanças, sobre as perspectivas de governança estatal e democrática. Em meio a esse contexto, novos atores, de origens e naturezas diversas, passam a ganhar relevância nas dinâmicas política e econômica estatais. Como consequência, governos nacionais, pressionados entre as demandas de seus eleitores e as exigências de agentes do mundo financeiro, ambos com interesses difusos e potencialmente inconciliáveis, veem suas agendas políticas frequentemente constrangidas ou inviabilizadas.

Isto porque, na era dos mercados de capitais globalizados e desintermediados, o financiamento de economias nacionais, sobretudo no caso de países emergentes, está em parte submetido à confiança que investidores – globalmente dispersos, de variadas naturezas e não necessariamente com os mesmos interesses<sup>1</sup> – têm em seus respectivos governos. Neste contexto, a sensibilidade do mercado acerca dos riscos inerentes aos seus investimentos, dentre os quais se situam títulos da dívida pública de Estados nacionais, encontra-se afetada por uma ampla gama de fatores - apenas parcialmente desvendados pela literatura, mas que incidem, por consequência, sobre a distribuição global de recursos financeiros. Deste modo, uma vez que tais percepções estão associadas aos fluxos de capitais, em um contexto de sua ampla e rápida mobilidade a nível global, as informações que as orientam constituem hoje uma peça chave para a compreensão das realidades política e econômica, nacionais e internacional.

---

<sup>1</sup> Ao se analisar os atores que compõem o sistema financeiro internacional, pode-se desagregá-los de diferentes maneiras, ainda que níveis de agregação sejam necessários diante da heterogeneidade de suas naturezas e interesses. Para maiores esclarecimentos acerca deste tema, ver Hardie (2012).

É a partir destas constatações que esta dissertação adota as agências de *rating*<sup>2</sup> como seu objeto de estudo. Responsáveis por transmitir aos agentes do mercado de capitais global as informações concernentes aos riscos de seus potenciais investimentos, estas empresas despontam como centros nevrálgicos da dinâmica financeira internacional. De caráter privado e supostamente técnico, não obstante, esses atores permaneceram negligenciados pela literatura até que seus envolvimento em crises financeiras de proporções globais<sup>3</sup> evidenciassem a necessidade de melhor compreendê-los, sobretudo no que concerne às suas funções e a seu *modus operandi* no sistema internacional de finanças (SINCLAIR, 2005). Nesse sentido, esta pesquisa visa a contribuir com maiores esclarecimentos acerca da atuação das agências de *rating*, levando em conta a maneira como se portam perante governos nacionais e as consequências advindas de seu ativismo nos cenários político e econômico dos Estados.

A resiliência e a credibilidade desses atores enquanto avaliadores de risco – mesmo após erros sucessivos, que pouco abalaram o peso que possuem no sistema financeiro internacional (BINICI, HUTCHISON & MIAO, 2018; KRUCK, 2016) – são questões, contudo, que impõem a necessidade de maiores reflexões acerca dos propósitos de sua atuação e que desempenharam, portanto, especial relevância na escolha da perspectiva teórica que orienta a análise desenvolvida nesta pesquisa. De fato, é nesta inexistência de consequências relevantes para a posição que as agências ocupam na dinâmica financeira global que reside a percepção de que a conveniência de suas ações excede a mera avaliação de risco. Daí que tal observação conduz a um entendimento sobre a globalização financeira que não se restringe a seus aspectos e processos econômicos e financeiros, de modo a contemplar também a dimensão política e o jogo de poder envolvido em sua expansão.

Para Konings (2011) e para Panitch e Gindin (2012), a globalização financeira não pode ser considerada apenas mais uma das etapas dos ciclos polanyianos<sup>4</sup> de descolamento dos mercados das

---

<sup>2</sup> Como será mais bem apresentado no primeiro capítulo, são apenas três as agências que monopolizam o setor de *rating* soberano, isto é, relativo a Estados nacionais, que é a modalidade de avaliação que interessa a este trabalho.

<sup>3</sup> Exemplos claros são as crises financeiras do leste asiático, em 1997, e a do *subprime*, desencadeada em 2008 – em cujas origens estavam erros de avaliação das agências de *rating*.

<sup>4</sup> Em sua obra clássica, Polanyi (2012) analisa a tendência de a história capitalista se organizar, ciclicamente, a partir de movimentos e contra-movimentos

amarras do controle estatal. Trata-se, com efeito, de um projeto político, com inevitáveis ganhadores e perdedores e cujos parâmetros já vinham sendo gestados desde o fim da segunda guerra mundial. É com base nesta percepção que a globalização financeira pode ser analisada nos termos de uma expansão do sistema financeiro dos Estados Unidos para o restante do globo, que fez com que os países incorporados a este processo tivessem seus espaços socioeconômicos reestruturados conforme práticas e instituições eminentemente norte-americanas. Compreendida a globalização desta maneira, o estabelecimento de mercados de capitais globalizados e desintermediados se justifica como um desdobramento necessário à evolução do capitalismo estadunidense – daí haver sido forjado a partir de decisões políticas oriundas precisamente dos Estados Unidos. Corroborar-se, assim, a tese de Strange (1996), uma vez que é nas estruturas de poder emanadas e controladas por este país que a dinâmica financeira global passaria a funcionar e a se organizar.

Essa perspectiva teórica é respaldada pela proeminência adquirida pelas próprias agências de *rating* na era das finanças globalizadas. Isto porque a história destas empresas está estreitamente associada aos desdobramentos internos do capitalismo norte-americano, remontando suas criações aos primeiros anos do século XX, quando nasce, nos Estados Unidos, a demanda por suas atividades. Gradativamente, a partir de então, as agências passaram a ocupar um papel chave na dinâmica financeira estadunidense, que, uma vez ecoada na globalização financeira, projetou-as também como instituições centrais no sistema globalizado de finanças. Para Panitch e Gindin (2012), tratam-se de atores responsáveis pela manutenção da coerência interna e do funcionamento da estrutura financeira sobre a qual se constituiu o regime neoliberal do Consenso de Washington – cujas práticas passaram a ser difundidas na governança econômica global, pautando, sobretudo, a absorção de economias emergentes à realidade da globalização financeira. Desta feita, esclarece-se o consenso de boa parte da literatura acerca do alinhamento das agências, assim como de suas avaliações, aos preceitos do próprio Consenso de Washington (SINCLAIR, 2005; PAUDYN, 2014; YWATA, 2012).

É diante dessa realidade que esta pesquisa trabalha a hipótese de que as agências de *rating* atuam mediante o constrangimento de governos nacionais para que se alinhem ao receituário estabelecido pelo Consenso

---

incrustação e desincrustação das forças do mercado de seu controle pelo Estado. Em outras palavras, haveria uma tendência pendular no jogo de forças entre Estado e mercado, ora em favor de um, ora de outro.

de Washington. Em outras palavras, estes governos e seus respectivos Estados despontam como a variável dependente, que, imersa no contexto de globalização financeira, está sujeita às pressões advindas da variável independente considerada nesta dissertação – as agências de *rating*. Isto posto, os constrangimentos por elas exercidos se operacionalizam a partir das três vias pelas quais estas empresas são capazes de se manifestar, a saber: i) através da emissão dos *ratings* de países; ii) por meio de relatórios periodicamente publicados, nos quais justificam alterações de nota ou fazem análises e/ou críticas acerca de questões de economia ou política internas aos Estados; iii) via declarações de seus executivos em canais de mídia. Dentre estes três canais de manifestações, os relatórios constituem a principal fonte de dados que podem corroborar a hipótese proposta, uma vez que, frente à extensão, ao propósito e ao caráter pretensamente técnico dos mesmos, são a que potencialmente fornece mais evidências acerca da atuação ideológica e intimidadora das empresas.

Disto decorrem, no entanto, algumas dificuldades metodológicas. Como o acesso à maior parte dos relatórios elaborados pelas empresas é restrito aos assinantes de seus serviços<sup>5</sup>, alguns destes materiais não puderam ser obtidos para a análise que se propõe. Isto se aplica especialmente à *Standard & Poor's* (S&P) e à *Fitch Ratings*, cujos relatórios levados em conta nesta pesquisa foram majoritariamente obtidos por meio de jornais e revistas *online* que os republicaram em seus *sites*, provavelmente para fins jornalísticos e sem autorização prévia dessas empresas – embora deva-se ressaltar que a *S&P* disponibiliza ao livre acesso seus relatórios mais recentes. No caso da *Moody's*, deve-se reconhecer a gentileza e a solicitude da agência, que prontamente cedeu gratuitamente todos os relatórios solicitados para esta dissertação<sup>6</sup>. Desse modo, somando-se os relatórios aos demais materiais mencionados, viabilizou-se a pesquisa concernente ao estudo do caso selecionado para

---

<sup>5</sup> Conforme informado pelo Diretor da *Fitch Ratings* para América Latina, João Ribeiro, o contrato mais simples que viabilizaria o acesso aos materiais elaborados pela agência teria o valor de 8 mil dólares. Esta informação veio em resposta ao pedido deste autor para obter alguns dos relatórios da empresa para fins acadêmicos.

<sup>6</sup> Diante disso, como a maior parte dos relatórios utilizados nesta pesquisa decorrem do contato pessoal do autor, opta-se por apresentá-los citando a data de sua divulgação e seu propósito – o que ocorrerá no terceiro capítulo, como será mais bem apresentado nos parágrafos seguintes.

a verificação da hipótese apresentada: o Brasil, ao longo do governo de Dilma Rousseff (2011-2016).

Mas por que o Brasil de Dilma? A escolha se deve, sobretudo, à possibilidade de observação de uma série de variáveis intervenientes que condicionam a revelação da hipótese proposta – ora mais, ora menos evidente, de acordo com os elementos elencados a seguir. Por sinal, daí decorre seu caráter probabilístico, e não determinista, em consonância com o fazer científico nas ciências sociais – no qual o isolamento de variáveis desponta como uma tarefa desafiadora. Nesse sentido, a ampla oferta de mudanças conjunturais, em níveis diversos, ocorridas neste período, contempla desde as políticas econômicas implementadas e o panorama político do país até as distintas conjunturas internacionais que perpassam os governos de Dilma – e que se traduzem nas pressões impostas pelas agências e se refletem na própria trajetória do *rating* brasileiro. Com efeito, quando Dilma assume a Presidência da República, as avaliações que o Brasil vinha recebendo das agências de *rating* apenas melhoravam desde que o Partido dos Trabalhadores (PT) assumira o governo pela primeira vez, em 2003 – e eram, na ocasião, as melhores da história do país. É durante o seu mandato, contudo, que ocorre a inflexão desta trajetória, que permanece decadente até o momento em que se redige esta dissertação.

Paralelamente, o que se observa também neste período é a deterioração econômica do país, em meio a políticas econômicas cambiantes e erráticas, e a degradação do cenário político nacional – questões que não podem ser dissociadas uma da outra em qualquer análise e cujas compreensões definitivas fogem ao escopo desta pesquisa. A este contexto, soma-se a reversão da conjuntura internacional favorável que marcou os governos de Lula no comando do país – ao menos até a eclosão da crise econômica global de 2008, mas cujos piores efeitos só se fizeram efetivamente sentir ao longo da gestão de Dilma. Em outras palavras, a seleção do governo Dilma como caso a ser estudado se justifica, portanto, a partir da variedade de situações a partir das quais se poderá observar a atuação das agências de *rating*. Ao mesmo tempo, através da análise desenvolvida, esta pesquisa buscará viabilizar a construção de uma nova perspectiva acerca dos desdobramentos ocorridos no Brasil durante o período em questão – concernente a esses atores por ora pouco explorados pela literatura, mas cujas ações impactam sobre a realidade política e econômica do país, afetando a vida de todos os seus cidadãos.

Nesse contexto, o que se poderá observar é um ativismo constante das agências, que, efetivamente, constituem-se em atores políticos no cenário nacional, avaliando, criticando, elogiando e

pressionando o governo brasileiro – estratégias de atuação em parte já reconhecidas pela literatura sobre o modo como atuam (SINCLAIR, 2005; YWATA, 2012). Entretanto, como já sugerido, a intensidade e o tom das pressões sofridas pelo governo Dilma não se materializam de forma homogênea ao longo dos mais de cinco anos de seu mandato, variando e assumindo diferentes formas em função de fatores intervenientes, como os supracitados. Assim, se há momentos em que parecem imperceptíveis, há outros em que se evidenciam pelo apoio político explícito a seus opositores nas eleições presidenciais de 2014, por exemplo – além de um ativismo pouco comum durante o processo de *impeachment* que culminaria no fim precoce do mandato da presidente, em agosto de 2016. Diante disso, a referência ao aspecto político da classificação de risco, apresentado já no título desta pesquisa e que será explorado ao longo da mesma, torna-se inapelável.

Esta dissertação está organizada em três capítulos, além desta introdução e de suas considerações finais. O primeiro capítulo, dedicado à fundamentação teórica da análise que será desenvolvida, começa explorando o conjunto de processos que se convencionou chamar de globalização financeira, em conformidade com a perspectiva teórica já brevemente apresentada nos parágrafos anteriores – à qual se somarão outras teorias relevantes para a linha argumentativa que se desenvolverá. Esclarecidos tal processo e suas motivações, volta-se à exploração das consequências que impõem à autonomia de governos nacionais, sobretudo os de orientação ideológica divergente do Consenso de Washington. É a partir da descrição e da compreensão dessa realidade que se poderá, afinal, apresentar as agências de *rating*, levando-se em conta teorias críticas a suas atuações e recentes pesquisas empíricas que denunciam as controvérsias em torno das mesmas.

O segundo capítulo tem como objetivo apresentar uma visão panorâmica dos governos de Dilma (2011-2016), explorando desde as circunstâncias em que a presidente assume até os eventos que circunscrevem sua deposição. Busca-se, nesse sentido, congregando os fatores relevantes para a compreensão dos desdobramentos das políticas econômicas implementadas – em cujo foco se faz necessário diante do objetivo da dissertação. A descrição, entretanto, é incrementada com observações do cenário político e da conjuntura internacional, ao mesmo tempo em que são apresentados debates acadêmicos que permitem melhor compreendê-la – sem qualquer pretensão, contudo, de se chegar a conclusões definitivas acerca das vitórias e dos fracassos de seu governo. Desta feita, espera-se, neste capítulo, conformar o cenário em que a análise subsequente se desenvolve.

Esclarecidos os aspectos concernentes à globalização financeira e às agências de *rating* e estabelecido o cenário em que atuam, o terceiro capítulo operacionaliza a verificação da hipótese proposta nesta pesquisa. Com tal finalidade, opta-se por dividi-lo em duas partes: a primeira sendo dedicada, majoritariamente, à descrição dos materiais coletados, ao passo em que, na segunda, estes são analisados à luz das teorias apresentadas no primeiro capítulo. Finalmente, a observação da atuação das agências, fundamentando-se no caso brasileiro, permitirá extrair conclusões acerca da hipótese colocada. Não se espera, contudo, diante das limitações metodológicas deste trabalho, esgotar os aspectos relacionados ao *modus operandi* dessas empresas nem determinar que sempre agem da forma como se observará no caso adotado. Entretanto, mediante a confirmação da hipótese e a consequente demonstração de como as agências são capazes de atuar, ter-se-á, ao fim e ao cabo, logrado contribuir com a construção de conhecimento acerca de atores diretamente relacionados à governança econômica e democrática global.



## 2 GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA, AUTONOMIA ESTATAL E AS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

### 2.1 INTRODUÇÃO

Na era dos mercados de capitais globalizados e desintermediados, o acesso à informação por atores do sistema financeiro internacional se coloca como uma condição ao funcionamento da globalização financeira. Neste contexto, o processo de tomada de decisões de investimento está associado à percepção que atores do mercado têm dos riscos inerentes à aquisição de ativos financeiros. É em meio à assimetria informacional existente neste ambiente que as agências de classificação de risco adquirem proeminência e despontam como centros nevrálgicos na dinâmica internacional de recursos financeiros. Em contrapartida, as avaliações que atribuem a Estados nacionais compõem o cenário de pressão que se estabelece sobre seus governos, incidindo sobre suas autonomias e acarretando custos à governança democrática de países inseridos neste contexto.

Este capítulo demonstrará que a atuação das agências de *rating* pode ser, contudo, menos técnica e neutra do que a posição que ocupam no sistema financeiro internacional deixaria, *a priori*, transparecer. Com efeito, quando analisada a globalização financeira a partir de uma perspectiva que incorpore também sua dimensão política, os constrangimentos que daí decorrem e incidem sobre governos nacionais podem ser mais bem esclarecidos. É com este objetivo que se apresenta tal processo a partir de teorias que viabilizam a compreensão de seus desdobramentos tanto políticos quanto econômicos. Desta feita, as pressões que se abatem sobre a autonomia de governos nacionais se esclarecem, assim como o *modus operandi* e as funções exercidas pelas agências de classificação de risco no sistema financeiro internacional globalizado.

### 2.2 SOBRE A GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

Ao longo do último quartel do século XX, o estabelecimento de mercados de capitais globalizados e regidos por normas, práticas e instituições de origens estadunidenses viria a constituir o que se convencionou chamar de globalização financeira. Neste processo, a expansão da dinâmica do sistema financeiro dos Estados Unidos (EUA) para o restante do globo faria com que outros países abrissem seus espaços socioeconômicos para que fossem estruturados conforme o

modelo de capitalismo norte-americano (KONINGS, 2011; PANITCH & GINDIN, 2012). Desse modo, contrariamente às teses acerca do declínio hegemônico dos EUA, comumente difundidas a partir da conformação dos mercados globalizados, o poderio norte americano passaria a ganhar uma nova dimensão – constituída, em parte, pelo controle que passaria a deter sobre a estrutura financeira da economia global.

É para compreender esta realidade que o conceito de poder estrutural é desenvolvido por Strange (1996), em contraposição ao poder relacional<sup>7</sup> - cerne da literatura em Relações Internacionais até então. No último quarto do século XX, o poder estrutural, conquanto menos perceptível, passaria a se revelar mais valioso enquanto face do poder desfrutado por um determinado ator. Isto porque esta dimensão do poder diz respeito à capacidade de moldar e determinar as estruturas dentro das quais outros Estados – assim como suas instituições, empresas e cidadãos – operam dentro do cenário político e econômico globais. Em outras palavras, o poder estrutural confere a seu detentor a capacidade de definir os caminhos e o *modus operandi* que pautam o relacionamento entre atores diversos que atuam nas estruturas por ele determinadas. Dentro dessa lógica, essa face do poder é composta por quatro estruturas que interagem entre si e a partir das quais se manifesta: a da segurança, a da produção, a da criação de crédito – que contempla a dimensão financeira – e a que atua sobre a geração de conhecimento, crenças e ideias. Permeáveis entre si, são esses quatro pilares do poder estrutural que concedem a seu portador uma capacidade invisível de agir sobre a margem de manobra que se apresenta aos demais atores nos âmbitos citados, sem que os mesmos percebam estar sofrendo qualquer tipo de pressão (STRANGE, 1996, p. 31).

No caso da dimensão financeira do poder estrutural, que possui maior importância para o desenvolvimento deste trabalho, Strange (1996, p. 90) a define como a soma de todos os arranjos que governam a disponibilidade de crédito com os fatores que determinam os termos do câmbio monetário entre países. Em outras palavras, o domínio sobre esta estrutura implica o controle sobre o acesso a recursos financeiros, que, por sua vez, impacta na capacidade de compra de pessoas e de países, o que também influencia diretamente suas possibilidades de produção interna, de geração de riqueza e de estabilidade cambial. A estrutura financeira pode ser, por conseguinte, subdividida em duas áreas que se

---

<sup>7</sup> Trata-se, conforme Strange (1996, p. 24), da capacidade de fazer com que um determinado ator faça algo que, na ausência deste constrangimento, não faria – conforme concepções clássicas do que seria o poder.

influenciam mutuamente: uma relativa à criação de crédito, que ganharia dimensão global, e outra concernente aos sistemas monetários, que permaneceriam predominantemente nacionais. Nesse sentido, com a configuração do sistema internacional de finanças que emergiria ao final do século XX – e que será mais bem explorada ao longo deste capítulo –, a dimensão financeira do poder estrutural se tornaria sua face mais dinâmica e de maior importância diante dos movimentos globalizantes.

É, portanto, à luz da expansão do poder estrutural dos Estados Unidos que os episódios que caracterizam a globalização financeira podem ser compreendidos. Isto posto, convém ressaltar que, embora comumente associado a eventos desencadeados ao longo da década de 1970, este processo está, na realidade, enraizado no regime<sup>8</sup> que se estruturou ao final da II Guerra Mundial, em Bretton Woods. Naquele contexto, a instauração de uma ordem econômica internacional<sup>9</sup> sob a égide dos Estados Unidos deu origem a regimes financeiro e monetário temporários, assentados em restrições ao fluxo internacional de capitais e no câmbio fixo entre moedas nacionais que, por sua vez, era respaldado pela paridade fixa estabelecida entre o dólar e o ouro. Em meio à realidade de reconstrução de boa parte do mundo capitalista, uma governança internacional estável se colocava como um imperativo conjuntural com o qual os Estados Unidos estavam dispostos a arcar, sobretudo diante da condição de que sua moeda passava então a desfrutar e do consequente controle que detinha sobre o Fundo Monetário Internacional (FMI) e sobre o Banco Mundial (KONINGS, 2011; PANITCH & GINDIN, 2012).

Isto porque, nos regimes monetário e financeiro internacionais que então se configuravam, o dólar passou a ocupar uma posição central. Neste ponto, cabe sublinhar a teoria de Cohen (2010), que observa que o poder – tanto relacional quanto estrutural – de um país está diretamente relacionado à internacionalização de sua moeda, da qual podem decorrer

---

<sup>8</sup> Conforme a definição de Krasner (1982), um regime internacional é o conjunto de princípios, normas, regras e procedimentos que orientam as ações em uma determinada área – no referido caso, trata-se do regime financeiro internacional.

<sup>9</sup> Sato (2012) define uma ordem econômica internacional como a conjunção dos regimes monetário, financeiro e de comércio internacional vigentes em um determinado período, associados ao padrão de distribuição de riqueza e de poder e de sua ideologia de desenvolvimento econômico subjacente. Exemplos de ordens econômicas internacionais, para o autor, seriam as constituídas em Bretton Woods e a que se configurou, subsequentemente, no último quarto do século XX, na era da globalização financeira.

benefícios tanto econômicos quanto políticos<sup>10</sup>. Neste caso, deter a condição de reserva de valor em nível internacional desponta como um imperativo – ao passo em que as outras duas funções monetárias, de meio de troca e de unidade de conta, estariam mais associadas a vantagens na esfera econômica. É diante desta percepção que, nas duas décadas após a II Guerra Mundial, a consolidação do dólar como moeda de referência nestes três níveis ganha maior significado. Em especial, é na esfera financeira que sua condição de reserva de valor lançaria as bases para a futura projeção do poder estrutural estadunidense. Frente à escassez de alternativas à moeda norte-americana naquele contexto, tanto o controle sobre a criação de crédito quanto o lastro que sustentava o valor de outras moedas remontavam, em última instância, às autoridades monetárias estadunidenses. Em outras palavras, as duas dimensões da estrutura financeira descritas por Strange (1996) já remetiam, naquele período, à centralidade monetária dos Estados Unidos em nível global.

Desta feita, a ordem internacional constituída em Bretton Woods gestaria os parâmetros norteadores da era das finanças globalizadas que estava por vir. Com efeito, é na consagração do dólar como moeda internacional de referência que a noção de risco implícita nas transações de produtos financeiros, até os dias atuais, seria sustentada. Tal concepção de ausência de risco em torno do valor da moeda estadunidense – assim como dos títulos emitidos pelo Tesouro americano – se forjaria, em um primeiro momento, em sua paridade fixa com o ouro. É a partir desta realidade que mercados de capitais passariam, gradativamente, a se constituírem sobre o fundamento de reserva de valor da moeda americana. Nesse contexto, Aquanno (2009) observa, entre as décadas de 1950 e 1970, a conformação do *Yankee bond market*<sup>11</sup> e o posterior surgimento do mercado de eurodólares<sup>12</sup>, que – junto ao sistema financeiro interno

---

<sup>10</sup> De acordo com Cohen (2010), benefícios econômicos decorreriam da flexibilidade macroeconômica e do poder de senhoriação decorrentes da internacionalização monetária. Por outro lado, sob uma perspectiva política, isto também conferiria ao país em questão maiores reputação e capacidade de influência sobre o acesso de outros países à recursos financeiros.

<sup>11</sup> Trata-se, como observado por Aquanno (2009), de um mercado de capitais, constituído na década de 1950 e situado nos Estados Unidos, onde títulos estrangeiros eram emitidos para o financiamento em dólar.

<sup>12</sup> Aquanno (2009) observa a conformação do mercado de eurodólares na esteira de regulamentações impostas pelo governo dos Estados Unidos aos mercados situados sob sua jurisdição. Nesse contexto, um mercado de capitais se desenvolve na *city* de Londres, onde o financiamento dos títulos emitidos era em dólares e a taxas de juros mais atrativas do que as praticadas nos EUA – ao mesmo

dos Estados Unidos – conferiram algum grau de conectividade ao sistema financeiro internacional no período. Esta, por sua vez, sustentava-se na projeção do dólar como meio de investimento, o que, por outro lado, alavancava o poder político – além do econômico – do Estado norte-americano (COHEN, 2010).

Ao longo da década de 1970, no entanto, uma nova conjuntura internacional<sup>13</sup> se configuraria, colocando em xeque a capacidade das autoridades monetárias estadunidenses de emitirem papéis livres de risco. Embora fuja ao escopo deste trabalho analisar a conjunção de fatores que passaram a ameaçar a posição do dólar como reserva de valor em nível internacional, deve-se destacar que é neste período que os parâmetros institucionais dos regimes acordados em Bretton Woods passariam a ser vistos como ineficazes para solucionar as contradições que emergiam em torno da moeda norte-americana. Nesse sentido, quando, em 1971, o governo americano rompe com a paridade fixa que fundamentava o padrão ouro-dólar, o cenário para o estabelecimento de novas regras para a governança global começava a se desenhar. Isto se mostrava urgente à medida em que, ao longo da década, pressões inflacionárias, agora em meio a uma realidade de câmbio flutuante, tornavam-se uma ameaça real à estrutura de risco constituída em torno do dólar – corroendo sua propriedade de reserva de valor e, conseqüentemente, ameaçando as posições política e econômica desfrutadas pelos Estados Unidos. É diante desse contexto que o choque da política monetária contracionista, respaldada pelo monetarismo<sup>14</sup> e implementada pela gestão de Volcker no *Federal Reserve*, viria a solucionar tal situação (PANITCH & GINDIN, 2012).

---

tempo em que as transações financeiras sofriam menos restrições, conferindo a este mercado uma maior profundidade.

<sup>13</sup> Por exemplo, trata-se de um período já marcado pela recuperação econômica dos países europeus antes devastados pela guerra – o que acirrou a competição no comércio internacional. Ao mesmo tempo, o aumento dos gastos públicos norte-americanos, sobretudo em decorrência dos esforços com a Guerra do Vietnã, imprimia pressões no balanço de pagamentos estadunidense.

<sup>14</sup> Trata-se do arcabouço teórico desenvolvido por Milton Friedman, entre as décadas de 1950 e 1960, em contraposição às políticas de inspiração keynesiana, que predominaram no quarto de século posterior à II Guerra Mundial. Sustentada no tripé composto pela taxa natural de desemprego, curva de Philips e expectativas adaptativas, a doutrina de Friedman apontava a relevância de políticas monetárias no combate ao desemprego. Para mais informações, ver Carvalho et. al. (2007, p. 114).

Para Aquanno (2009), a súbita alta dos juros estadunidenses, entre 1979 e 1981, pode ser então entendida como uma ação do Estado norte-americano para garantir a manutenção da estrutura de risco mínimo em torno de sua moeda enquanto reserva de valor, agora sem os constrangimentos exigidos pela paridade fixa com o ouro – daí a necessidade de se romper com os parâmetros estabelecidos em Bretton Woods. Em outras palavras, é a partir deste evento que os Estados Unidos demonstraram ao mundo sua capacidade de manutenção do valor de sua moeda. A nova realidade que emergia, no entanto, implicava uma reconfiguração da estrutura epistêmica que sustentava a condição do dólar e dos títulos norte-americanos como ativos de menor risco no sistema financeiro internacional: no regime de Bretton Woods, tal condição era lastreada na paridade fixa com o ouro, ao passo em que, após o choque de Volcker, passou a se respaldar no controle que os EUA detinham sobre as pressões inflacionárias. Este, por sua vez, fundamentava-se na transferência de recursos para a esfera financeira, de modo que a guinada monetarista dos Estados Unidos deve ser entendida não como voltada à eliminação da inflação, mas ao seu redirecionamento para a esfera das finanças. Em outras palavras, as pressões inflacionárias passavam a se apresentar como mecanismo de projeção do poder estrutural estadunidense, a partir de sua transformação, de um problema generalizado, em uma fonte de expansão para o capital financeiro – fundamentada na centralidade do dólar nesse âmbito (KONINGS, 2011).

A viabilização dessa realidade, contudo, demandou reformas que rompessem com as amarras em torno do fluxo internacional de capitais – características do regime de Bretton Woods, quando eram consideradas benéficas e necessárias – e que assim proporcionassem as condições para a expansão e para o estabelecimento de mercados de capitais globalizados. Daí que uma série de readequações institucionais, que operacionalizaram a nova estratégia americana para manter sua posição nos sistemas monetário e financeiro globais, fizeram-se necessárias e começaram a se traduzir em medidas políticas – originadas nos EUA, mas que logo se replicariam nas demais economias centrais no mundo capitalista. É a partir desta perspectiva que devem ser compreendidas as novas regulamentações, de caráter neoliberal, em prol da livre movimentação de capitais em nível global, que passaram a ser implementadas no sistema financeiro internacional. Conforme será analisado a seguir, a consequência disso, em última instância, seria a incorporação dos demais países a estruturas de poder controladas e emanadas a partir do Estado norte-americano (KONINGS, 2011; PANITCH & GINDIN, 2012) – nas quais se projetariam também o poder

das agências de *rating* e nas quais se forjaria sua capacidade para pressionar governos nacionais, elucidando a hipótese a ser trabalhada nesta dissertação.

É com base nessas percepções que a configuração da era da globalização financeira, assim como suas consequências, podem ser mais compreendidas. Nesse contexto, a implementação de políticas que visavam a liberalizar os sistemas financeiro e monetário nacionais e internacional, a partir de regulamentações que delegavam aos atores do mercado o poder de definir taxas de juros e de câmbio, prenunciava a configuração de um novo ordenamento na economia global. A condição para isso era a abertura da conta de capitais dos países e a liberalização de seus sistemas financeiros nacionais. Conforme Chesnais (1996, p. 264), isso se daria a partir de dois processos paralelos, que visaram a romper tanto com as barreiras internas à circulação do capital quanto com as externas. No primeiro caso, buscou-se o fim das segmentações e especializações bancárias e financeiras, como, por exemplo, as que separavam os bancos comerciais dos bancos de investimentos. No segundo, a abertura do mercado de crédito a operadores estrangeiros e a liberalização do fluxo de câmbio exemplificam alguns dos instrumentos utilizados para viabilizar a interpenetração entre mercados nacionais e internacionais. Desse modo, promovia-se o esvaziamento das barreiras que outrora impossibilitavam o livre fluxo de capitais em um sistema financeiro que, a partir de então, adquiriria dimensões globais.

Paralelamente, a desintermediação dos serviços financeiros, operacionalizada por procedimentos de securitização<sup>15</sup> de ativos ou de titularização das dívidas, passou a viabilizar o financiamento de empresas e de governos a partir da emissão de instrumentos de endividamento, que, por sua vez, passariam a ser negociados nos mercados de capitais. Neste âmbito, esses atores passaram a encontrar condições mais vantajosas para a obtenção de recursos financeiros do que as que se apresentavam por via de instituições e de redes tradicionais – sobretudo os bancos, que outrora intermediavam tal processo. Ao mesmo tempo, novos instrumentos e inovações financeiras foram sendo desenvolvidos – graças aos avanços das tecnologias da informação – conforme as necessidades dos operadores do mundo das finanças, cujas atividades se pautavam pela maximização dos lucros e minimização dos riscos – sempre tendo como

---

<sup>15</sup> Conforme Lima (1997, p. 37), a securitização de ativos foi uma inovação que permitiu a transformação de empréstimos em títulos negociáveis nos mercados de capitais, operacionalizando o crédito direto, isto é, sem a necessidade de intermediadores financeiros tradicionais, como bancos ou o FMI.

referência o dólar e os títulos emitidos pelo Tesouro americano<sup>16</sup>. Esses objetivos, por sua vez, passaram a se viabilizar mediante a venda e revenda de ativos securitizados, o que, em grandes proporções, passaria a conferir aos mercados financeiros uma dinâmica especulativa e cada vez mais complexa. Ao fim e ao cabo, consolidavam-se, assim, as condições para que a geração de riqueza no mundo capitalista se deslocasse, em grande parte, para a esfera financeira. Trata-se, pois, do processo comumente denominado como financeirização da riqueza (CHESNAIS, 1996), que serviu à operacionalização da estratégia norte-americana de reafirmar o valor de sua moeda e de projetar seu poder sobre as estruturas financeiras globais.

Novamente, torna-se relevante observar que não é um objetivo desta pesquisa esgotar todos os elementos envolvidos nas transações financeiras nos mercados de capitais, assim como tampouco nos de suas condicionantes. Não obstante, a compreensão da lógica subjacente à compra e venda de ativos securitizados, sobretudo no mercado de débitos soberanos, possui especial relevância para este trabalho – uma vez que se trata do ambiente em que as agências de *rating*, como será melhor explorado nas seções seguintes, adquirem proeminência. Isto posto, cabe antes ressaltar que, no campo ideológico, como observado por Carvalho (2004) e por Paula (2012), o funcionamento da dinâmica financeira dos mercados de capitais se sustenta na teoria da eficiência dos mercados e da racionalidade dos agentes econômicos que nele operam. Nesse sentido, o estabelecimento de mercados de capitais globalizados e desintermediados possibilitaria uma alocação ótima dos recursos financeiros em nível global – o que, supostamente, ocorreria em benefício das economias emergentes, onde o capital é escasso e as oportunidades de investimento são abundantes. Para que a melhor alocação de capitais possa ocorrer, no entanto, despontaria como condição que os agentes econômicos tenham acesso às informações relevantes para as tomadas de decisões de investimento.

É neste ambiente e com base nessa ideologia, que governos nacionais passariam a recorrer a empréstimos para compensar seus déficits orçamentários ou para viabilizar objetivos diversos de suas políticas econômicas. Conforme descrito por Mosley (2003, p. 18), tal

---

<sup>16</sup> Cohen (2010) observa como esses instrumentos financeiros se voltavam à necessidade de diversificação dos portfólios de investidores, de modo a mitigar os riscos de seus investimentos a partir, por exemplo, da aquisição de diferentes moedas. Neste âmbito, o dólar prevalecia como moeda preferencial, o que vai ao encontro da teoria do autor.

processo passaria a ocorrer, em linhas gerais, a partir do anúncio, pelo governo, do montante demandado e do tipo de instrumento financeiro a ser emitido. Diante disso, os participantes do mercado – sobretudo investidores institucionais<sup>17</sup>, que passaram a operar, no contexto de globalização financeira, grandes somas de recursos financeiros – apresentam a taxa de juros exigida para proceder ao investimento em questão. Em contrapartida, estas, por sua vez, representariam o custo da operação de empréstimo para o Estado, passando assim a compor o serviço de sua dívida pública. Para os investidores, os juros cobrados representam os riscos, conforme sua percepção e segundo as informações disponíveis, envolvidos na operação. Nesse contexto, conforme já assinalado, a concepção do risco se constrói sobre estruturas emanadas do poder estrutural dos Estados Unidos – tendo como referências sua moeda e os títulos emitidos pelo seu tesouro.

Para Konings (2011) e Panitch e Gindin (2012), o estabelecimento de mercados de capitais globalizados pode ser, por conseguinte, entendido como parte da estratégia dos Estados Unidos de constituir um regime internacional sustentado em seu poder estrutural – e que, nesse sentido, despontou como um necessário desdobramento da ordem acordada em Bretton Woods, voltada à manutenção e na projeção da posição do dólar. Nos termos de Strange (1996), a dimensão do poder estadunidense sobre a estrutura financeira global teria como consequência direta seu controle sobre os arranjos que governam a disponibilidade de crédito para os demais países. Com esta finalidade, ao longo da década de 1980, as instituições da governança econômica global – sobretudo o FMI, estreitamente vinculado a autoridades do Estado americano – viriam a propagar as normas e condições necessárias à sua expansão, assim como difundir a já apontada ideologia subjacente ao seu funcionamento. No plano internacional, tal regime ficaria conhecido sob a alcunha de Consenso de Washington – indicando, mais uma vez, sua relação com interesses norte-americanos (KONINGS & PANITCH, 2009, p. 236).

Em linhas gerais, o receituário prescrito pelo Consenso de Washington se propõe a adequar a gestão das políticas econômicas nacionais – sobretudo as dos países emergentes da América Latina, na esteira da crise de suas dívidas externas, mas que Williamson (1993) considera como de aplicabilidade geral – ao mundo dos mercados

---

<sup>17</sup> Conforme Hardie (2012), exemplos de investidores institucionais, em contraposição a investidores individuais, contemplariam fundos de pensão, fundos mútuos, fundos hedge ou companhias de seguro – embora haja diversas possibilidades para a desagregação destes atores.

globalizados. Desse modo, busca-se, em teoria, garantir as condições que confirmam confiança aos investidores do sistema financeiro global, de modo a se mitigar os riscos, para os países imersos na globalização financeira, de uma fuga de capitais e, conseqüentemente, de crises cambiais em suas economias. Nesse sentido, o que Williamson (1993) apresenta como um consenso para a consecução deste fim inclui medidas como: i) liberalização financeira, de modo a fazer com que taxas de juros sejam determinadas por agentes do mercado; ii) disciplina fiscal, para que não haja risco de déficits serem financiados com recurso à inflação; iii) restrição de gastos públicos; iv) liberalização comercial e remoção de barreiras ao investimento estrangeiro direto; v) privatizações de empresas públicas; vi) independência dos bancos centrais, de modo a blindá-los de demandas democráticas que possam gerar pressões inflacionárias; dentre outras.

Em outras palavras, a absorção de países emergentes à era da globalização financeira teve como contrapartida uma reestruturação institucional de suas economias, constantemente denominadas como de caráter neoliberal, que traria fortes impactos sobre a autonomia de seus governos e, conseqüentemente, sobre a governança democrática interna aos mesmos. Em especial a partir da década de 1990, diversos países da América Latina implementaram reformas inspiradas no Consenso de Washington, que resultaram, *inter alia*, na liberalização de suas contas de capitais e na exposição de suas economias ao fluxo internacional de capitais. Nas palavras de Konings (2011, p. 139), o efeito deste processo, comparável a um redemoinho, foi a absorção desses países por estruturas de finanças globais dominadas e emanadas pelos Estados Unidos. É neste movimento que, como se verá adiante, as agências de classificação de risco se inserem e se projetam como atores capazes de pressionar e constringer a atuação de governos nacionais.

Antes, contudo, torna-se relevante lembrar que as economias latino-americanas haviam sido excluídas dos mercados de capitais internacionais em meio à onda de calotes que se seguiu à Grande Depressão, na década de 1930. Após as guerras mundiais, na ordem econômica internacional constituída em Bretton Woods, o acesso desses países ao capital estrangeiro se deu, majoritariamente, através de agências oficiais de fomento ao desenvolvimento, de origens tanto estadunidense quanto de organismos supranacionais, sobretudo de órgãos da Organização das Nações Unidas (ONU) (CAMPELLO, 2015). Tal panorama começaria a mudar, no entanto, ao longo da década de 1970, quando, no contexto do choque dos preços do petróleo, bancos passaram a reciclar seus petrodólares por meio de empréstimos, que iam ao

encontro das necessidades dos países emergentes para financiar o crescimento de suas economias. Nesse período, a abundante oferta de capitais, refletida nos grandes fluxos financeiros em direção à América Latina, puxaria as taxas de juros internacionais para baixo – o que também representava a percepção, por parte dos credores, dos baixos riscos envolvidos em tais operações. Com efeito, esse movimento de recursos financeiros era tido como benéfico e até estimulado pelas instituições da governança econômica global, o que se traduzia até mesmo na cobrança de juros negativos como contrapartida ao alto endividamento das economias em desenvolvimento (SATO, 2012; CAMPELLO, 2015).

O maciço ingresso de capitais nos países emergentes se reverteria, contudo, a partir do choque de juros decorrente da política monetária contracionista dos Estados Unidos. Assim, a súbita alta dos juros norte-americanos fez com que o fluxo desses recursos se invertesse para os EUA – em uma demonstração do controle deste país sobre a estrutura financeira global – e a consequência quase imediata desse processo foi o desencadeamento da crise da dívida dos países latino-americanos, que logo se inauguraria com o calote da dívida mexicana, em 1982. Nesse contexto, a coordenação entre bancos credores, autoridades de países centrais e o FMI impôs aos países devedores, desarticulados entre si, condicionalidades que garantiriam o pagamento da dívida e preveniriam o colapso do sistema financeiro internacional – contrariamente ao que ocorrera na década de 1930. Para os países endividados, isso implicou a imposição de uma série de reformas estruturais, refletidas, em linhas gerais, em medidas de austeridade econômica e de liberalização econômico-financeira de suas economias (CAMPELLO, 2015). Em outras palavras, a solução imposta para a crise de suas dívidas passava pela integração desses países à globalização financeira.

Nesse sentido, o final da década de 1980 marcaria então o reingresso dos países latino-americanos nos mercados internacionais de capitais globalizados, fortalecendo sua expansão, em conformidade com a estratégia posta em prática pelos EUA para solucionar as contradições em torno de sua moeda. O catalisador desse processo foi o Plano Brady, lançado em 1989, que permitiu a conversão da dívida externa de boa parte desses países em dívida pública, mediante a securitização de empréstimos bancários e de títulos emitidos pelo governo – de modo, portanto, a diluir os riscos envolvidos nesses empréstimos nos mercados de capitais. Com esta finalidade, a conversão de suas dívidas em *brady bonds* era respaldada tanto pelos Estados Unidos quanto pelo FMI. Por outro lado, a contrapartida continuava a ser a implementação de reformas estruturais,

que se traduziram na liberalização de suas contas de capitais e na adoção das demais medidas propagadas pelo Consenso de Washington. Desse modo, o alinhamento dos países da América Latina às regras da globalização financeira significaria também uma nova fase do relacionamento entre seus governos, em boa parte recém democratizados, e seus credores – agora dispersados na amplitude e na diversidade dos mercados de capitais (*Ibidem*). É intermediando esta relação e operando nas estruturas de poder estadunidense que se situam as agências de *rating*. Antes de melhor apresentá-las, no entanto, convém observar os constrangimentos impostos pela configuração desse contexto sobre a autonomia de governos nacionais.

### 2.3 A AUTONOMIA ESTATAL NO CONTEXTO DE GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

Diante do analisado até então, torna-se compreensível que, na era de mercados de capitais globalizados e organizados em estruturas de poder emanadas dos EUA, desvios e resistências ao propagado pelo Consenso de Washington passam a ser, em alguma medida, repelidos e punidos pelos atores do sistema financeiro internacional – uma vez que, conforme as estruturas vigentes, tal desvirtuamento implicaria em maiores riscos aos seus investimentos. Como já sinalizado, essa dinâmica se dá através do fluxo de capitais entre países e dos juros cobrados no processo de aquisição de ativos financeiros. Nesse sentido, a taxa de juros se tornaria um instrumento dos investidores para punir ou recompensar governos, em conformidade com as políticas internamente por eles implementadas em seus países (MOSLEY, 2003, p. 18). Simultaneamente, a permanente ameaça de uma fuga de capitais, provocada por uma eventual perda de confiança do mercado, passou a se colocar como uma realidade para os Estados imersos na globalização financeira (CARVALHO, 2004).

É em meio a esse contexto que a autonomia de governos nacionais passaria a se ver constrangida pelas pressões advindas da liberalização da conta de capitais de seus países, que os torna reféns das percepções e do humor do mercado acerca dos riscos inerentes a seus investimentos. No caso de países emergentes, tal situação é ainda mais grave diante de seus menores níveis de poupança interna, o que faz com que suas economias dependam em maior escala do ingresso de recursos

externos para equilibrar seus balanços de pagamentos<sup>18</sup>. Do mesmo modo, seus históricos de insolvência fariam do risco de calote<sup>19</sup> o cerne da preocupação do mercado financeiro, que, conforme se analisará adiante, faz com que os investidores imponham aos mesmos uma maior vigilância – quando comparado ao que ocorre com países centrais (MOSLEY, 2003).

Ao mesmo tempo, como já sugerido, tais pressões passariam a incidir com maior força sobre regimes<sup>20</sup> que desvirtuam dos preceitos neoliberais de organização econômica – como é o caso dos adotados por partidos de esquerda e sociais democratas<sup>21</sup>. A razão para isso tem origens históricas, uma vez que, tradicionalmente, governos de esquerda privilegiam a geração e manutenção de empregos e são mais comprometidos com políticas voltadas ao bem-estar de suas populações, de modo a estarem mais associados a setores trabalhistas da sociedade. Nesse sentido, estariam mais propensos a adotar políticas econômicas expansionistas e a incorrer em déficits orçamentários, o que pode ocorrer em detrimento do controle inflacionário – tão caro ao substrato ideológico e aos próprios fundamentos políticos da globalização financeira. Em contrapartida, supõe-se que partidos de direita tendam a privilegiar a estabilidade fiscal e monetária de suas economias, de modo a colocar, em primeiro plano, o combate à inflação – ainda que isto possa ocorrer em

---

<sup>18</sup> Conforme a teoria de Cohen (2010), a fragilidade desses países, no contexto de globalização financeira, remonta à posição periférica de suas moedas, que torna necessário o acúmulo de reservas internacionais para a manutenção do valor das mesmas. Como seria de se esperar pela linha argumentativa construída até então, também neste âmbito o dólar ocupa um papel central.

<sup>19</sup> Com efeito, Mosley (2003) observa que a possibilidade de calote que contribui para que, em grande parte, a dívida desses países seja de curto prazo e denominada em moeda estrangeira, de modo a blindar investidores do risco cambial – o que, na prática, significa uma transferência desse risco para o próprio país que receptor do investimento.

<sup>20</sup> Nesta acepção, refere-se a governos a suas respectivas agendas políticas – diferenciando-se, portanto, da de regimes internacionais anteriormente considerada.

<sup>21</sup> Conforme Santos (2009), entende-se por social democracia os “partidos e movimentos intelectuais que, com origem no socialismo e na luta dos trabalhadores por inserção política e controle do governo, acabaram por moderar suas pretensões, adaptando-se ao contexto de pluralismo político e economias de mercado que caracterizam a ordem capitalista associada à democracia representativa.”

prejuízo da empregabilidade e do bem-estar social (HIBBS, 1977; BOIX, 2000).

Como apresentado na seção precedente, as pressões inflacionárias foram um dos fatores que levaram à guinada monetarista na condução da política econômica estadunidense – dando impulso à configuração da era de mercados financeiros globalizados – e cujo combate seria incorporado pelo receituário do Consenso de Washington. Isso significa que partidos de direita estão mais alinhados às regras e demandas da globalização financeira, ao passo que governos de esquerda são, via de regra, vistos pelos atores do mercado financeiro, como de maior risco para seus investimentos. É diante disso que governos de esquerda tendem a ser punidos pelo mercado com a cobrança de maiores juros para o financiamento de suas economias<sup>22</sup> (MOSLEY, 2003). Com efeito, Campello (2015, p. 13) observa que, no caso dos países da América Latina, os detentores de títulos soberanos reagem negativamente à eleição de políticos de esquerda. Em outras palavras, a ideologia político-partidária funciona, para o mercado, como um rótulo indicativo das políticas que podem vir a ser adotadas pelo governo, de modo a pressionar – mediante a maior precificação de seus títulos públicos – governos de esquerda a flexibilizarem suas agendas ou, em cenários extremos, contribuir para uma fuga de capitais do país.

A configuração desse cenário tem como consequência eventuais déficits democráticos nesses países, uma vez que políticos passam a governar em meio aos conflitos entre as demandas democráticas de seus eleitores – sobretudo se oriundos de partidos de esquerda – e as condições exigidas pelo mundo financeiro para obter os recursos que necessitam. É em meio a esse contexto que Streeck (2012) destaca que a globalização financeira potencializou os conflitos inerentes ao capitalismo democrático, que sempre estiveram latentes ao longo de sua história. Estes decorreriam de sua organização a partir de dois princípios de alocação inconciliáveis, a saber: um que opera em função das leis do mercado, guiando-se por uma lógica de produtividade marginal, e outro baseado em demandas democráticas de eleitores. Desse modo, a globalização financeira teria viabilizado o sequestro de democracias pelo poder de que atores do mercado financeiro global passaram a usufruir

---

<sup>22</sup> Deve-se ressaltar que tal movimento tende a ser, via de regra, ideologicamente inconsciente. Entretanto, no caso das agências de *rating*, que constitui o cerne deste trabalho, a discriminação com governos de esquerda vem sendo observada pela literatura, como será melhor explorado na seção seguinte e como se poderá constatar a partir desta pesquisa.

para impor suas vontades a governos nacionais. Em linha semelhante, Rodrik (2011, p. 200) analisa tal conflito à luz de um trilema de difícil solução, que se traduz na impossibilidade de coexistência entre mercados globalizados, democracia e autonomia estatal. Dessa maneira, a incompatibilidade entre democracias nacionais e o contexto de globalização exigiria a flexibilização de um ou de outro, o que se refletiria em restrições democráticas em prol dos interesses dos mercados globais ou na imposição de barreiras à globalização, de modo a permitir a legitimidade democrática interna aos Estados – a terceira opção, menos viável, seria a de uma democracia global.

Entretanto, a literatura também aponta que a autonomia estatal permanece, em alguma medida, conservada. Tal é o esclarecido por Mosley (2003), para quem o grau de influência do mercado financeiro sobre governos nacionais está associado ao nível de desenvolvimento econômico dos países. Desta feita, em economias avançadas, os constrangimentos de atores do mercado se restringiriam a exigências em torno de indicadores macroeconômicos básicos<sup>23</sup>, enquanto os meios pelos quais o governo atinge tais índices e a natureza de suas políticas não seriam, *a priori*, objetos de preocupação para os investidores. Nesse sentido, governos de democracias capitalistas avançadas seguiriam desfrutando de relativa autonomia para implementar as políticas que lhes convenham a nível microeconômico, desde que dentro dos parâmetros macroeconômicos requeridos pela realidade de um sistema financeiro global – cujos limites se refletem no Consenso de Washington.

É dentro dessa lógica que políticas de esquerda seguem sendo viáveis em meio ao contexto de globalização financeira. Com efeito, a existência de alternativas de esquerda que não comprometem uma performance sólida a nível macroeconômico seguiu sendo observada pela literatura, em especial nos regimes sociais democratas europeus (GARRET & LANGE, 1991; GARRET, 1998; MOSLEY, 2005). A viabilidade destes regimes, por outro lado, faria com que as experiências de esquerda ocorridas na América Latina, ao longo do século XXI, passassem a ser analisadas também nos termos de experimentos sociais democratas (CASTELAN, 2013; SANTOS & ALMEIDA, 2017). Isto porque a moderação dos regimes de esquerda europeus, em meio à

---

<sup>23</sup> Mosley (2003, p. 125) enumera alguns desses indicadores levados em consideração na análise do mercado, a saber: taxa de inflação, o déficit em proporção ao PIB, fontes de receitas orçamentárias, situação do Balanço de Pagamentos, estrutura do endividamento público, capacidade de financiamento do governo e questões relativas ao câmbio.

globalização financeira, poderia fornecer esclarecimentos acerca das perspectivas que se apresentavam aos regimes progressistas latino-americanos, que despontaram como um fenômeno na região<sup>24</sup> ao longo da primeira década do século XXI.

Em todo caso, a realidade apontada por Mosley (2003) é, não obstante, um pouco diferente em se tratando de economias emergentes. Nestes países, além da vigilância quanto a indicadores macroeconômicos, os atores do sistema financeiro também monitorariam políticas microeconômicas<sup>25</sup> levadas a cabo por seus governos, de modo a impor maiores restrições à condução da economia doméstica. Em outras palavras, enquanto, em economias avançadas, a influência do mercado sobre a autonomia estatal é forte, mas incidente apenas sobre a esfera macroeconômica, o controle sofrido por economias emergentes seria mais abrangente em seu escopo. Por conseguinte, a margem de manobra que se apresenta aos governos desses países seria mais estreita do que a usufruída pelos de economias avançadas, embora não seja inexistente nem possa ser desprezada (MOSLEY, 2003, p. 309).

Esse grau de autonomia, não obstante, também é influenciado por questões conjunturais, conforme observado por Campello (2015). Nesse sentido, ao analisar as perspectivas de governos de esquerda latino-americanos para implementar suas agendas políticas, dois fatores são destacados pela autora como imperativos, a saber: a dependência que esse grupo de país apresenta da exportação de *commodities*, que os submete à volatilidade de seus preços, e seus baixos níveis de poupança interna, o que faz com sejam mais vulneráveis às taxas de juros internacionais. Desse modo, a experiência da esquerda<sup>26</sup> na região demonstra que sua autonomia para implementar políticas contrárias ao propagado pelo Consenso de Washington está sujeita a ciclos favoráveis ou prejudiciais em termos de preços de *commodities* e de liquidez internacional.

---

<sup>24</sup> Ao longo do século XXI, tal lógica poderia se aplicar às experiências de esquerda ocorridas em Brasil, Argentina, Bolívia, Venezuela, Uruguai, Chile e Equador (SANTOS & ALMEIDA, 2017).

<sup>25</sup> Com relação a tais indicadores, Mosley (2003, p. 126) destaca que não apenas os agregados da política fiscal, por exemplo, recebem atenção do mercado, mas também os componentes dessa política que podem impactar na receita pública. Do mesmo modo, a forma como se dá o gasto público e a estrutura do regime previdenciário, por exemplo, também podem compor a análise de risco por parte dos investidores, assim como questões relativas a subsídios ou a flexibilidade fiscal em momentos de crise.

<sup>26</sup> Em sua pesquisa, Campello (2015) analisa os casos dos partidos de esquerda que governaram Brasil, Argentina, Equador e Venezuela.

Desta feita, o melhor dos cenários consistiria em uma conjuntura na qual os altos preços das *commodities* exportadas, ao viabilizar um maior ingresso de divisas no país, reduziria a necessidade de governos recorrerem ao endividamento nos mercados de capitais para o financiamento de seus déficits orçamentários. Ao mesmo tempo, uma situação de maior liquidez internacional, em que investidores se tornam mais tolerantes ao risco de incorporarem títulos provenientes de economias emergentes a seus portfólios, proporcionaria o ingresso desses recursos a um custo mais baixo nesses países, isto é, mediante menores juros cobrados. É a conjugação dessas condições que, segundo Campello (2015), mostra-se necessária para que os governos de esquerda latino-americanos usufruam de sua maior margem de manobra, podendo, assim, perseguir com maior liberdade suas respectivas agendas políticas.

No cenário oposto, não obstante, os baixos preços das *commodities* – de cujas exportações os países em questão são altamente dependentes – reduziriam o ingresso de divisas pela via do comércio internacional em suas economias. Daí que seus governos se veem compelidos a emitir títulos da dívida pública para equilibrar seus Balanços de Pagamentos – o que, em uma conjuntura de baixa liquidez internacional, na qual investidores estão avessos ao risco de investir em economias emergentes, tem como contrapartida taxas de juros mais altas. De acordo com a teoria de Campello (2015), nessa conjuntura adversa, governos de esquerda se veriam constrangidos a abandonar suas agendas originais em favor de políticas que garantam a confiança dos atores do mercado financeiro e, conseqüentemente, o ingresso e a manutenção dos recursos de que necessitam. Ademais, a vulnerabilidade a esses ciclos pode ter ainda como consequência, no longo prazo, o disciplinamento fiscal dos partidos de esquerda, uma vez que estes tomariam consciência dos custos decorrentes da perda de confiança de investidores<sup>27</sup> - o que, para a autora, aplicar-se-ia ao caso dos governos petistas no Brasil<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup> Campello (2015), no entanto, destaca que esse aprendizado também varia conforme o grau de dependência de países da exportação de *commodities*: segundo sua análise, quanto maior tal dependência, menor a propensão do país a aderir, mesmo em tempos adversos, à disciplina do mercado.

<sup>28</sup> Assim como Campello (2015), esta pesquisa parte do entendimento do PT como um partido de esquerda. Por sinal, a categorização do PT como partido de esquerda encontra suporte em fontes diversas na literatura. Em pesquisa que classifica os partidos políticos brasileiros conforme suas ideologias, Power e Zucco Jr. (2009), por exemplo, observam que o PT ocupa uma posição

É em meio a essa realidade que, no caso do Brasil, a literatura observa que uma consequência da progressiva liberalização financeira de sua economia – ocorrida sobretudo ao longo da década de 1990 – foi o estabelecimento de um ambiente macroeconomicamente instável. Neste contexto, a volatilidade cambial e a necessidade de altas taxas de juros passaram a comprometer a capacidade do Estado brasileiro para promover o crescimento da economia nacional (PAULA, 2012). Isto porque, nas palavras de Belluzzo e Carneiro (2003, p. 4), "as flutuações de juros e câmbio, que acompanham os movimentos de capitais, determinam uma trajetória macroeconômica de *stop and go*, em que o crescimento é periodicamente interrompido." Ademais, a sujeição às percepções e ao humor do mercado impõe a esses países – como já observado – um clima de permanente risco de fuga de capitais, que os obriga a seguir uma agenda de austeridade econômica, voltada, em primeiro plano, a manter a inflação sob controle.

Como destacado por Paula (2012), a resposta a esta realidade se refletiu na implementação, ao final da década de 1990, de um tripé macroeconômico sustentado na flutuação cambial, em metas de inflação e de superávits primários – durante o segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso (FHC). Em outras palavras, no contexto de flutuação do câmbio, a política macroeconômica do país se voltava prioritariamente ao controle inflacionário, submetendo-se a política fiscal à política monetária. Paulani (2006), descreve esses desdobramentos nos termos da instauração de um permanente estado de emergência econômico, que, a partir de promessas de sucesso e das ameaças econômicas que acarretou, serviu à legitimação, dentre outros fatores, da sobrevalorização do real, da elevação da taxa real de juros e da aprovação de uma Lei de Responsabilidade Fiscal, em que os direitos de credores foram colocados acima dos de quaisquer outros – sob a ameaça de perda de credibilidade do país.

A realidade brasileira replica, por conseguinte a de muitas outras economias emergentes, que, diante da liberalização de suas contas de capitais e da consequente integração à globalização financeira, viram a autonomia de seus governos se fragilizar. Diante disso, convém neste ponto lembrar que, como já sugerido na seção precedente, o fluxo internacional de capital financeiro está associado às informações disponíveis aos investidores nos mercados de capitais. Desse modo, as

---

intermediária entre a extrema e a centro-esquerda no cenário político do Brasil. Trata-se, no entanto, de um debate acadêmico em aberto, no qual esta pesquisa não se propõe a ingressar.

pressões inerentes à abertura da Conta de Capital, em especial de economias emergentes, estão condicionadas ao acesso e ao monitoramento dos dados relevantes para que investidores tomem suas decisões de aquisição ou venda de ativos financeiros. A coleta dessas informações, no entanto, varia conforme o perfil do ator em questão – que varia desde grandes bancos ou investidores institucionais, que podem ter a capacidade de angariar esses dados, até investidores individuais. É em meio a essa realidade que as agências de classificação de risco adquirem relevância e que poderão, conforme a hipótese trabalhada nesta dissertação, canalizar as pressões provenientes da globalização financeira sobre governos nacionais, de modo que estes se alinhem ao Consenso de Washington.

## 2.4 SOBRE AS AGÊNCIAS DE *RATING*

Uma vez entendida a globalização financeira como um desdobramento da evolução do capitalismo dos Estados Unidos, do qual decorreu o espraiamento das práticas e instituições de seu sistema financeiro para o restante do mundo, torna-se compreensível que as demandas à expansão deste processo tenham sido atendidas por instituições originalmente norte-americanas. Dessa forma, no contexto de mercados de capitais globalizados e desintermediados, um dos atores que ganham proeminência são as agências de classificação de risco – instituições que, como se verá ao longo desta seção, são frutos da evolução do capitalismo estadunidense e peças chave em sua organização. A explicação para isso, conforme já sugerido, reside na assimetria informacional existente entre investidores e potenciais tomadores de empréstimo nos mercados de capitais.

Neste ambiente, estas empresas, de caráter privado, constituem-se em um dos mecanismos de coleta e de monitoramento dos dados relevantes para tomadas de decisões de investimento. Em outras palavras, tratam-se de empresas que, em teoria, especializaram-se na avaliação da credibilidade de instrumentos de emissão de dívida, o que ocorre mediante a emissão de um *rating*. Embora as agências de classificação de risco possam ter objetos de avaliação de natureza diversa, esta pesquisa levará em conta apenas a relação que possuem com Estados soberanos e que, conseqüentemente, traduz-se na emissão de *ratings* soberanos. Nesse sentido, como esse segmento é historicamente monopolizado pelas três maiores agências do mundo, todas originalmente norte-americanas, é a estas empresas que este trabalho se refere quando menciona agências de

*rating* ou as avaliações delas provenientes, a saber: *Standard & Poor's* (S&P), *Moody's* e *Fitch Ratings*.

#### 2.4.1 Definições e critérios metodológicos das agências de classificação de risco

Tendo em vista os objetivos desta pesquisa, algumas considerações acerca do vocabulário e da metodologia adotados pelas agências se fazem relevantes. Desse modo, pode-se definir o *rating* soberano como uma avaliação da capacidade e vontade de um Estado para honrar com seus compromissos de dívida dentro das condições e prazos pactuados com credores não oficiais<sup>29</sup> (S&P, 2017). Estas avaliações se dividem entre as relativas às dívidas contraídas em moeda local e as que se referem a obrigações a serem pagas em moeda estrangeira<sup>30</sup> - sendo apenas estas últimas consideradas nesta pesquisa. Os *ratings* assumem a forma de conceitos, que constam na grade de notas da empresa emissora e que possuem, cada um deles, um significado específico acerca dos riscos concernentes ao país em questão. Por convenção, as grades de notas de cada empresa estão divididas entre conceitos pertencentes à categoria de “grau de investimento” e os que são categorizados em “grau especulativo”. Conforme definição da Fitch Ratings (2015), o grau de investimento indica “uma probabilidade baixa a moderada de inadimplência; enquanto categorias ‘grau especulativo’ ou sinalizam uma probabilidade de inadimplência mais alta ou indicam que a inadimplência já ocorreu”. Em outras palavras, o grau de investimento representa um selo de que o país é um pagador mais confiável de suas dívidas, ao passo que o grau especulativo sugere que há risco de calote. O quadro a seguir apresenta as grades de notas das três agências de *rating* levadas em consideração neste trabalho.

---

<sup>29</sup> Desse modo, o *rating* soberano não se aplica a dívidas contraídas frente a outros governos ou instituições supranacionais, como o FMI.

<sup>30</sup> Mosley (2003) observa que a denominação da dívida em moeda estrangeira é um dos artifícios usados pelos investidores para se blindarem do risco cambial, sobretudo em sua relação com economias emergentes – transferindo, por outro lado, tal risco ao país em questão.

QUADRO 1: GRADES DE NOTAS DA *MOODY'S*, S&P E *FITCH RATINGS*.

	Moody's	S&P	Fitch
Grau de investimento	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Grau especulativo	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
	Caa1	CCC+	CCC-D
	Caa2	CCC	-
	Caa3	CCC-	-
	Ca	CC	-
	C	C	-
	-	SD	-
	-	D	-

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Moody's, S&P e Fitch.

Um outro componente relevante que consta na classificação de risco é a “perspectiva” para os *ratings* soberanos, também frequentemente anunciada pelas empresas. Segundo a Moody's (2018), as perspectivas de

*ratings* são opiniões relativas à provável direção do *rating* no médio prazo – entre um e dois anos – e podem pertencer a quatro categorias: positiva, negativa, estável e em desenvolvimento. Para a Fitch (2015), as perspectivas refletem “tendências financeiras ou outras que ainda não atingiram um nível a ponto de induzir a uma ação de *rating*, mas que poderiam, caso essas tendências perdurem”. Nesse sentido, uma perspectiva positiva ou negativa não significa que o *rating* do país em questão vá, necessariamente, melhorar ou piorar, sugerindo apenas uma maior probabilidade em um sentido ou em outro. Assim, uma revisão de perspectiva poderia ocorrer quando, por exemplo, “um evento específico for identificado, mas suas condições e implicações não estiverem muito claras e sujeitas a alto risco de execução por um longo período, como, por exemplo, uma proposta de privatização, politicamente controvertida” (FITCH, 2015).

Ao emitir um novo *rating* soberano, as agências de classificação de risco publicam também um relatório, em que justificam as alterações promovidas com base em alguns critérios – pretensamente – de ordem metodológica. Embora, ao longo do século XXI, possa se observar um movimento no sentido de uma maior transparência, por parte das empresas, acerca de sua metodologia para o cálculo do *rating*, esse processo permanece, por vezes, obscuro. Com efeito, com base nos documentos mais recentes divulgados publicamente pelas agências, o que se pode observar é que tanto a *S&P* (2017) quanto a *Fitch Ratings* (2018) disponibilizam publicamente documentos informativos acerca dos métodos e critérios – pretensamente – utilizados no cálculo do *rating* soberano, ao passo que a *Moody's* (2018) restringe tais informações para os assinantes de seus serviços. Isto posto, as subseções seguintes visam a proporcionar uma visão panorâmica dos principais elementos em torno dos processos levados a cabo pelas três empresas. Cabe ressaltar, contudo, que não é um objetivo analisá-los exaustivamente nem descrever detalhadamente os procedimentos implementados pelas agências, mas apenas apresentar que tipo de variáveis são consideradas ao longo do processo.

Um outro ponto a ser levado em conta é que as metodologias das agências de *rating* vêm passando por modificações ao longo do tempo, em especial no vocabulário utilizado e na maneira como apresentam suas variáveis. É diante dessa observação que Barta e Johnston (2017), por exemplo, destacam que, em versões anteriores, as agências se posicionavam explicitamente a favor de políticas como a liberalização financeira e comercial da economia, privatizações ou diminuição do papel do Estado na esfera econômica – o que, nas versões mais atuais, aparece

de maneira mais sutil. O alinhamento aos preceitos do Consenso de Washington é, contudo, identificado por Ywata (2012) como uma marca histórica das avaliações feitas pelas agências relativas a Estados nacionais. Com efeito, mais considerações nesse sentido serão apresentadas em seções subsequentes deste trabalho.

- Critérios metodológicos da S&P

Em documento intitulado “Metodologia de *ratings* soberanos”, a S&P (2017) enumera os cinco pilares que sustentam a formulação de seu *rating*, a saber: i) avaliação institucional; ii) avaliação econômica; iii) avaliação externa; iv) avaliação fiscal; v) avaliação monetária. Partindo destes cinco campos avaliativos, os dois primeiros dão origem ao perfil econômico e institucional do país em questão, ao passo que os três últimos representam seu perfil de flexibilidade e desempenho. Juntos, os dois perfis originam um nível indicativo do *rating*, que sofre ainda a influência de “fatores de ajuste complementares” antes de ser finalmente concluído.

Em relação aos elementos do primeiro perfil, a empresa destaca que a avaliação institucional (i) reflete sua visão acerca de “como as instituições e a elaboração de políticas do governo afeta os fundamentos de crédito de um governo soberano, entregando finanças públicas sustentáveis, promovendo um crescimento econômico equilibrado, e respondendo a choques econômicos e políticos”. Além disso, está também relacionada à sua visão sobre a “transparência e responsabilidade pela prestação de contas (*accountability*) de dados, processos e instituições; a cultura de pagamento de dívida de um governo soberano; e potenciais riscos de segurança doméstica e externa”. A avaliação econômica (ii), por sua vez, contempla os seguintes fatores: os níveis de renda do país, calculado pelo índice de PIB *per capita*, indicando políticas tributária e de captação de recursos a serem utilizadas, que em geral sustentam a qualidade do crédito; as perspectivas de crescimento do país; e sua diversidade e volatilidade econômicas.

No que se refere ao perfil de flexibilidade e desempenho, a avaliação externa do país (iii) é reflexo da opinião da empresa acerca dos seguintes quesitos: *status* da moeda do país em transações internacionais; liquidez interna do país, o que indica a capacidade da economia de gerar moeda estrangeira o suficiente para honrar suas obrigações dos setores público e privado para não residentes; e posição externa em relação aos demais países do mundo, que mostra ativos e passivos de seus residentes. Já a avaliação fiscal (iv) compreende a “sustentabilidade dos déficits do governo soberano e sua carga de endividamento”, de modo a contemplar

“a flexibilidade fiscal, a tendência fiscal de longo prazo e as vulnerabilidades, estrutura de dívida e acesso ao *fundring*, e os potenciais riscos decorrentes de passivos contingentes”. Por fim, a avaliação monetária (v) reflete a visão da S&P acerca da “capacidade de autoridade monetária de cumprir seu mandato enquanto sustenta uma economia equilibrada e atenua quaisquer choques econômicos ou financeiros relevantes”. Nesse sentido, leva em conta tanto o regime cambial quanto a credibilidade da política monetária do país, o que é medido, dentre outros fatores, “pelas tendências inflacionárias ao longo de um ciclo econômico e os efeitos de mecanismos monetários voltados ao mercado na economia real, que é em grande medida uma função da profundidade e diversificação do sistema financeiro e dos mercados de capitais de um país.

Cabe ressaltar que, no documento, a empresa desenvolve mais detalhadamente cada um desses itens, apresentando uma escala numérica de seis pontos que permite que cada um seja avaliado. Entretanto, a despeito destes pormenores, revoga-se o direito de informar – em diversos trechos – que se trata, ao fim e ao cabo, de sua visão acerca de cada um desses quesitos. O que regeria tal visão, por conseguinte, permaneceria sem ser esclarecido.

- Critérios metodológicos da Moody’s

Como já sinalizado, a Moody’s não disponibiliza, para não-assinantes de seus serviços, um documento detalhado sobre seus critérios metodológicos para a formulação do *rating* soberano. Entretanto, em um documento mais genérico sobre a elaboração de seus *ratings*, enumera uma série de variáveis quantitativas e qualitativas que podem vir a ser relevantes para esse processo – mas que, em alguns casos, não são claras quanto a que se referem. Isto posto, dentre as possíveis variáveis qualitativas estão: i) “vontade” para pagar a dívida pública, onde se situam questões como o histórico do país e a tolerância de seu governo com calotes; ii) tolerância fiscal; iii) dinâmica política e estabilidade institucional; iv) estrutura do governo; v) qualidade da administração financeira; vi) estrutura institucional e de políticas públicas; vii) avaliação do comprometimento político com ajustes fiscais e estabilidade de preços; viii) potencial para tensões sociais. Já dentre as variáveis quantitativas, destacam-se as seguintes: i) fatores que refletem a base da economia nacional, como taxas de investimento e de poupança, PIB, PIB *per capita*, trajetória da inflação, grau de abertura econômica, taxas de emprego e desemprego e diversidade da atividade econômica por setores industriais;

ii) tendências demográficas; iii) operações financeiras, onde se situam questões concernentes ao orçamento público ; iv) fatores que permitam avaliar a sustentabilidade da dívida pública (MOODY'S, 2018).

- Critérios metodológicos da Fitch Ratings

Em seu documento mais recente acerca da abordagem metodológica para a formulação do *rating* soberano, a Fitch (2018) destaca a necessidade de se sintetizar uma análise de variáveis quantitativas e qualitativas que reflitam a disposição e capacidade de um Estado para honrar com seus compromissos. Nesse sentido, destaca os quatros pilares analíticos sobre os quais desenvolve a formulação dos *ratings* soberanos, de modo a imergi-los em seu modelo e a submetê-los a uma análise de projeções futuras. Cada um deles será, portanto, melhor apresentado nos parágrafos a seguir.

O primeiro deles diz respeito a aspectos estruturais da economia que reflitam sua vulnerabilidade a choques relacionados aos setores financeiro ou político, por exemplo. Nesse sentido, leva-se em conta os seguintes elementos: i) qualidade da governança, que contempla tanto os indicadores de governança quanto a estabilidade política; ii) riqueza e flexibilidade da economia, que se relaciona ao PIB *per capita* e à parcela do PIB no PIB global; iii) risco político, onde se considera, por exemplo, o histórico de calote do país; iv) temas concernentes ao setor bancário. Segundo a Fitch (2018), este é o pilar de maior peso na definição do *rating* soberano.

O segundo pilar recebe a nomenclatura de “performance macroeconômica, políticas e prospectos”. Nele, listam-se as seguintes variáveis: i) estrutura política; ii) crescimento do PIB e sua volatilidade; iii) inflação e seus indicadores; iv) taxa de câmbio; v) estabilidade macroeconômica; vi) estrutura de política macroeconômica.

O terceiro se refere às finanças públicas, de modo a considerar, em sua análise, questões concernentes ao endividamento público e à situação fiscal do país. Nesse sentido, leva-se em conta: i) flexibilidade do financiamento fiscal; ii) sustentabilidade da dívida pública e sua proporção em relação ao PIB; iii) estrutura fiscal e indicadores correlatos.

Finalmente, o quarto pilar analítico leva em consideração temas relativos às finanças externas do país, pautando-se, sobretudo, pela análise de seu Balanço de Pagamentos e de sua capacidade de liquidez externa. Assim, os principais itens levados em conta são: i) flexibilidade da reserva de moedas; ii) dependência de *commodities*; iii) rede de ativos estrangeiros soberanos em relação ao PIB; iv) juros do serviço da dívida;

v) flexibilidade do financiamento externo; vi) sustentabilidade da dívida externa; vii) vulnerabilidade a choques.

Assim como a S&P (2017), a Fitch (2018) busca explicar os parâmetros dentro dos quais os quesitos levados em conta no cálculo do *rating* soberano são analisados. Nesse sentido, alguns elementos de suas explicações são esclarecedores sobre as diretrizes ideológicas de sua análise. Por exemplo, ao explicar sobre o que leva em consideração na avaliação da capacidade de um país para responder a choques, a empresa destaca que, em sua visão, quanto maior o grau de abertura aos fluxos internacionais de capitais e de mercadorias, melhor sucedida será nesse sentido e, conseqüentemente, melhor será sua avaliação. Ao mesmo tempo, questões relativas ao risco político, por exemplo, são deixadas em aberto, de modo a permanecer pouco definido o que pode ou não, neste âmbito, prejudicar o *rating* soberano.

#### 2.4.2 Panorama histórico do desenvolvimento das agências de *rating*

A origem das agências de *rating* remete às primeiras décadas do século XX e seu desenvolvimento – conforme sugerido pela noção de globalização financeira adotada nesta pesquisa – está intrinsecamente relacionado à evolução do sistema financeiro dos Estados Unidos. Nesse sentido, em 1909, a demanda por informações acerca de títulos emitidos por empresas do setor ferroviário, então em forte expansão no país, faria com que John Moody publicasse o primeiro documento que compilava *ratings* referentes às principais companhias do setor. Tal ação, por sua vez, refletia a importância que o mercado de ações começava a adquirir no financiamento de empresas norte-americanas – em contraste com outros países, onde esse processo se dava predominantemente por vias bancárias. Desse modo, o movimento seria, em breve, reproduzido por outros empresários do ramo: em 1916, foi a vez da *Poor's Publishing Company* ingressar no mesmo mercado, ao passo que a *Standard Statistics* começaria a emitir seus *ratings* a partir de 1922. Dois anos depois, seria a vez da *Fitch Publishing Company* iniciar suas atividades no setor. Em todos os casos, o formato do negócio consistia na venda direta dos *ratings* para os investidores interessados, modelo este que iria se alterar no decorrer das décadas (WHITE, 2013).

É na década de 1930, contudo, que os desdobramentos do *New Deal* viriam a despontar como um divisor de águas para o papel desempenhado pelas agências de classificação de risco. Na esteira do cenário caótico da Grande Depressão, o aparato regulatório que progressivamente se instaurou passou a beneficiar essas empresas, de

modo a incorporar suas avaliações às legislações vigentes. Cabe destacar, nesse contexto, a criação, em 1934, pelo governo americano, da *Securities and Exchange Commission* (SEC), que, em décadas posteriores, viria a desempenhar papel central na regulamentação das agências de *rating*. Já ao começo dos anos 1930, no entanto, os primeiros movimentos de regulação sobre investimentos de bancos comerciais já impunham a condição de que apenas títulos categorizados como grau de investimento poderiam figurar em seus portfólios. Em 1936, essa determinação viria a, explicitamente, condicionar essa classificação aos *ratings* emitidos pelas principais empresas do ramo, a saber: *Moody's*, *Poor's*, *Standard's* e *Fitch*.

O objetivo subjacente era a regulação prudencial dos bancos, que se mostrava urgente no contexto de crise no mundo capitalista. Nesse sentido, a liquidez no sistema bancário passava a ser, em parte, respaldada pela confiança das entidades regulatórias estadunidenses no julgamento das agências de classificação de risco. Na prática, como observado por White (2013), isso significou a terceirização, por parte do governo americano, da fiscalização dos ativos bancários via a ação das agências. Dessa maneira, o serviço das empresas, que até então era opcional, passava a adquirir caráter compulsório para bancos que desejassem investir no mercado de ações. A consequência imediata foi que outros agentes nesses mercados também foram levados a fazer uso dos *ratings*, que passariam gradualmente a ser incorporados à dinâmica dos mercados de títulos e de ações. É diante desses desdobramentos que as avaliações concedidas pelas agências, que então já contavam com um mercado legalmente determinado, passavam também a adquirir força de lei.

Nas décadas seguintes, entidades regulatórias de companhias de seguro também incorporaram os *ratings* à sua regulação prudencial, de modo a ampliar ainda mais a audiência legalmente garantida às agências. Já na década de 1970, estas seriam também beneficiadas pela extensão da regulação prudencial aos planos de pensão<sup>31</sup>, cujos fundos de investimento já operavam grandes volumes de recursos financeiros. Em 1975, um movimento ainda mais impactante nesse sentido viria a ocorrer com a decisão do SEC de que fundos de investimentos deveriam fazer uso dos *ratings* na definição dos papéis em seus portfólios, de modo a terem mais clareza acerca de riscos envolvidos em suas operações. Nesse contexto, a entidade, com o objetivo de especificar legalmente as empresas que seriam válidas para este fim, criou a categoria de *Nationally*

---

<sup>31</sup> O mecanismo destacado por White (2013) com tal finalidade foi o *Employee Retirement Security Act*, criado em 1974.

*Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO), dentro da qual foram imediatamente incluídas a *Moody's*, a *Fitch* e a *S&P* – já tendo ocorrido a fusão entre *Standard's* e a *Poor's*.

O uso das NRSRO no regime regulatório de bancos, companhias de seguro e fundos de pensão se difundiria a partir de então, fazendo com que as agências de *rating* adquirissem cada vez maior peso no sistema financeiro norte-americano e global. Com efeito, Partnoy (2006) observa que tal condição passou a representar um privilégio para algumas agências, uma vez que implicava o atrelamento legal de importantes atores dos mercados de capitais às opiniões das NRSRO. Esse aspecto se agravava diante da pouca transparência do SEC, no decorrer do século XX, acerca dos critérios necessários para que outras empresas pudessem ingressar na categoria. A consequência disso é que, ao final da década de 1990, apenas as três maiores agências desfrutavam da condição de NRSRO, o que contribuiu para o aumento de seu domínio no setor. Entretanto, o envolvimento das mesmas em crises econômicas resultantes de falhas de avaliação, na primeira década do século XXI, promoveria um movimento no sentido de maiores transparência e regulamentação de suas atividades. Tais desdobramentos, por sua vez, possibilitaram o ingresso de novas agências na categoria de NRSRO, fazendo com que, em 2018, dez empresas já desfrutassem de tal condição<sup>32</sup>.

Ainda ao final da década de 1960 e durante a década de 1970, contudo, uma outra mudança paralela se consolidaria, de modo a impactar os fundamentos do modelo de negócio do *rating*. Em meio aos avanços tecnológicos na indústria da informação, que fizeram com que a venda das avaliações aos investidores interessados se tornasse obsoleta, as agências de *rating* deslocaram a cobrança pelos seus serviços para os emissores de instrumentos de dívida avaliados. Uma outra hipótese para essa mudança, apontada por White (2013), seria a percepção, por parte das agências, de que a rentabilidade de seu negócio estaria agora mais associada aos emissores de dívida, uma vez que seus potenciais credores estavam cada vez mais condicionados, por questões regulatórias, a somente poderem investir mediante a observação de um determinado *rating*. Em todo caso, tal modelo, que persiste até os dias atuais, passaria a suscitar conflitos de interesse em torno da atuação das agências, uma vez que abre espaço para que um contratante possa escolher pagar pelo

---

<sup>32</sup> Além das três agências levadas em consideração nesta pesquisa, o SEC informa, em sua página *online*, que as demais NRSRO são: *A. M. Best Ratings Services*, *DBRS*, *Egan-Jones Ratings*, *Japan Credit Rating Agency*, *HR Ratings de Mexico*, *Kroll Bond Rating Agency* e *Morningstar Credit Ratings*.

serviço que lhe for mais conveniente – podendo, portanto, contratar a agência que lhe ofereça as melhores avaliações. Com efeito, Bolton, Freixas e Xapiro (2011) observam que essa realidade faz com que um monopólio faça com que o *rating* seja mais confiável, uma vez que um duopólio ou uma competição entre as três maiores agências poderia potencializar os efeitos negativos advindos da possibilidade de contratação do serviço mais vantajoso. Já Dowbor (2017, p. 131), por sua vez, é mais taxativo ao denunciar a efetiva venda de notas melhores por valores mais elevados<sup>33</sup>.

É diante desse panorama histórico que, a partir da década de 1980, as agências de *rating* passam a adquirir relevância global no sistema financeiro internacional que emerge com a globalização financeira. Diante da configuração do sistema financeiro internacional em estruturas dominadas pelos Estados Unidos e configuradas segundo suas práticas e instituições, as agências passaram a se ver operando em nível global. Em outras palavras, o estabelecimento de mercados de capitais globalizados e desintermediados passou a lhes conferir um papel de destaque, que fez com que se constituíssem em um dos pilares da dinâmica internacional de fluxos financeiros. Essa realidade foi ainda potencializada pela mudança – também fruto do poder estrutural estadunidense – no perfil de financiamento de Estados, que, conforme já apresentado, passariam a cada vez mais proceder ao financiamento de seus déficits orçamentários através da emissão de títulos nos mercados de capitais.

No caso dos países da América Latina, também como já assinalado, o Plano Brady, em meio ao contexto da crise da dívida, permitiu a conversão da dívida externa desses países em dívida pública, impulsionando seus ingressos nos mercados de capitais como emissores de dívida. É nesse contexto que a demanda por informações acerca da capacidade e vontade de pagamento desses países cresce sobremaneira, o que passa a conferir ainda mais importância ao papel das agências de classificação de risco. Desse modo, é também nesse período que a avaliação de Estados nacionais, até então um negócio minoritário para as agências, passa a ganhar relevância.

Como a obtenção de empréstimos nos mercados de capitais impede uma negociação direta com os potenciais credores –

---

<sup>33</sup> Dowbor (2017) destaca também a impunidade diante de casos de erros graves em *ratings*, que acarretam consequências catastróficas em nível sistêmico. O autor lembra que a punição para as empresas, nesses casos, vem em forma de multas que, na prática, constituem para elas valores irrisórios e que nenhuma física é penalmente responsabilizada.

diferentemente do que ocorria quando esse financiamento era por vias bancárias ou via FMI, por exemplo –, a obtenção de boas avaliações frente às agências acaba por se tornar uma exigência, para os Estados, ao acesso a recursos financeiros em condições vantajosas. Desse modo, receber um *rating* mais elevado, ao sinalizar menores riscos aos investidores, implica em uma maior oferta de capitais a serem emprestados de forma mais barata. Em contrapartida, o recebimento de avaliações ruins se reflete, para o país em questão, na cobrança de juros mais elevados pelos credores e em uma menor oferta de recursos, já que, conforme já apresentado, muitos investidores institucionais têm seus investimentos condicionados aos *ratings* atribuídos pelas NRSRO. Em condições mais extremas, um rebaixamento de nota pode significar uma fuga de capitais de um determinado país e, conseqüentemente, gerar uma grave crise em seu Balanço de Pagamentos. Esse tipo de situação é especialmente suscetível de ocorrer quando há uma mudança de categoria de nota, de modo que um país perde o selo de grau de investimento e passa a receber notas referentes ao grau especulativo (YWATA, 2012). Por conseguinte, a nota atribuída pelas agências de *rating* possui considerável impacto sobre a saúde financeira do país sobre o qual incide, assim como sobre as perspectivas de suas respectivas populações.

É diante dessa realidade que se pode melhor compreender a declaração de Friedman (1995), para quem o mundo pós-Guerra Fria seguia tendo duas superpotências: “Há os Estados Unidos e há a Moody’s. Os Estados Unidos podem destruir um país lançando-lhe bombas, enquanto a Moody’s pode fazer o mesmo rebaixando a nota de seus títulos<sup>34</sup>.” Para o autor, a visita de representantes de uma agência de *rating* a um país emergente, no contexto de globalização financeira, equipararia-se à de representantes do FMI, na década de 1980, ou de agências norteamericanas de fomento ao desenvolvimento em décadas anteriores. Com baixos níveis de poupança doméstica, esses países, como já analisado, seriam reféns da atração de recursos provenientes dos mercados de capitais para financiar suas economias e, conseqüentemente, da nota recebida pelas agências. A ação dessas empresas, contudo, não passaria incólume a críticas e questionamentos, como será melhor analisado na subseção seguinte.

---

<sup>34</sup> Tradução do original: “*There is the U.S. and there is Moody’s. The U.S. can destroy a country by leveling it with bombs; Moody’s can destroy a country by downgrading its bonds.*”

### 2.4.3 Polêmicas e controvérsias em torno da atuação das agências de *rating*

A atuação das agências de classificação de risco começa a receber maior atenção da literatura diante do protagonismo que exerceram em recorrentes crises econômicas a partir do final da década de 1990. Por sinal, não são poucos os eventos que, em um curto espaço de tempo, colocariam em xeque a legitimidade das agências enquanto avaliadoras de risco. Na crise asiática de 1997-98, por exemplo, a demora dessas empresas para promover rebaixamentos de notas de ativos tailandeses impôs grandes prejuízos a investidores, que passariam a questionar a capacidade de avaliação das agências – que, afinal, só promoveram alterações de nota quando a crise já estava desenhada. Em 2001, as três maiores agências se envolveriam em outra crise de grandes proporções, dessa vez nos Estados Unidos, quando da falência da Enron – que, quatro dias antes de declarar insolvência, ainda era avaliada como grau de investimento pelas três empresas (SINCLAIR, 2005).

Já em 2008, a quebra do banco estadunidense Lehman Brothers desencadearia uma das maiores crises da história do capitalismo. Apenas seis dias antes de declarar falência, contudo, o *rating* do banco figurava na categoria de grau de investimento para a S&P, ao passo em que a Moody's manteria seu selo de bom pagador até um dia antes de seu colapso (FRYDMAN & GOLDBERG, 2013). Ao mesmo tempo, as agências subestimaram os riscos em torno de ativos tóxicos<sup>35</sup> que estariam no centro da crise, fazendo com que investidores os adquirissem sem preocupação, uma vez que apresentavam ótimos *ratings*, também no grau de investimento (KRUCK, 2016). Na esteira da crise econômica e financeira mundial que daí se estabeleceu, a atuação das agências viria de novo a ser fortemente criticada, sobretudo diante das repercussões dos maciços rebaixamentos de nota que promoveriam na zona do euro. É diante desse cenário que as agências são acusadas de um rigor excessivo com alguns países (IOANNOU, 2016), que teria contribuído para o espraiamento da crise (HOST et al., 2012) e forçado governos a adotar políticas de austeridade (LUTEN, 2016).

Nesse contexto, a percepção de que o produto oferecido pelas agências – o *rating* – pode ser falho e de que os desdobramentos daí decorrentes podem se traduzir em consequências catastróficas para o

---

<sup>35</sup> Nesse caso, o maior exemplo são os *Collateralized Debt Obligations* (CDOs), derivativos que, em última instância, eram respaldados pelo pagamento hipotecário e que constituíram o epicentro da crise (KRUCK, 2016).

mundo inteiro passaria a suscitar reflexões acerca dos propósitos e da confiabilidade das ações dessas empresas. Um trabalho esclarecedor nesse sentido e que corrobora a perspectiva teórica sobre a globalização financeira aqui apresentada é o desenvolvido por Sinclair (2005). Para o autor, as agências de *rating*, embora se apresentem como técnicas e neutras, são entidades eminentemente políticas e devem, portanto, ser analisadas como atores no âmbito da economia política estatal. Esse entendimento se sustenta a partir de duas percepções iniciais, uma relativa à elaboração e à função do *rating* e a outra aos impactos por ele produzidos. Com efeito, o processo de elaboração do *rating* parte de julgamentos que visam, em última instância, a atender aos interesses dos investidores e à manutenção da própria estrutura em que se situam os mercados de capitais. Nesse sentido, a análise das variáveis quantitativas e qualitativas contempladas nesse processo teriam como referencial uma estrutura política e ideologicamente identificável, concernente a práticas de investimento, formas de conhecimento e sistemas de governança (SINCLAIR, 2005, p. 62). Tal estrutura, por sua vez, se reflete em normas e práticas neoliberais, respaldadas pelo Consenso de Washington.

O significado disso é que o controle que as agências detêm sobre o acesso de outros atores aos mercados de capitais não pode ser considerado neutro ou imparcial. Essa percepção se torna ainda mais clara diante dos impactos distributivos exercidos pela emissão do *rating*, que influencia a distribuição global de recursos financeiros e, conseqüentemente, de empregos e de oportunidades econômicas. O reflexo dessa realidade é que os agentes que buscam financiamento nos mercados de capitais passam a tentar se antecipar à ação das agências, buscando evitar punições na forma de avaliações ruins. Nesse sentido, Sinclair (2005, p. 176) identifica as agências de *rating* também como portadoras de um poder estrutural, uma vez que o efeito dessas antecipações é a moldagem de normas, práticas e instituições dos atores potencialmente por elas avaliados. Em outras palavras, o poder que exercem age no sentido de fazer convergir as políticas estatais em torno de um modelo neoliberal de organização econômica, o que ocorre mesmo antes de fazerem uso de seu poder relacional – isto é, o efetivo rebaixamento de nota, com desdobramentos negativos no Balanço de Pagamentos de um determinado país.

A autoridade das agências emanaria, por conseguinte, não necessariamente da confiabilidade que atores dos mercados de capitais depositam em seu trabalho, mas sim das repercussões que este adquire no ambiente em que todos estão imersos. Isso porque, independentemente de um governo, por exemplo, estar de acordo com a ideologia subjacente à

avaliação recebida, o fato de que a mesma incidirá sobre o comportamento dos demais atores o obrigaria a levá-la em consideração. A consequência disso é o superdimensionamento da pressão para que o ator em questão se adequa às normas e práticas originalmente estadunidenses propagadas pelas agências. Ademais, isso faz com que Sinclair (2005) as reconheça, em última instância, como centros nevrálgicos da governança econômica global, o que faz com que seus atos devam ser considerados em conjunto aos de outras instituições que atuam nesse nível, como o FMI e o Banco Mundial, a despeito de possuírem caráter privado.

Um outro efeito paralelo do *rating* observado pelo autor e que possui relevância para esta pesquisa é o que incide sobre a sociedade civil. Com efeito, esta seria um alvo indireto da própria ação do *rating*, que pode acabar por se constituir em um instrumento de políticos em favor da implementação de uma agenda de governo *a priori* impopular (SINCLAIR, 2005, p. 104). Em um contexto em que o desmonte de políticas de bem-estar social – o último quartel do século XX – vem acompanhado pela implementação de medidas de austeridade de cunho neoliberal, o custo de agir contra esta tendência ganha maior representatividade por meio de uma avaliação ruim supostamente técnica recebida das agências. Nesse sentido, o uso das notas recebidas como forma de propaganda por políticos que implementam políticas impopulares, mas que visam a demonstrar sua eficiência na gestão de recursos públicos, torna-se recorrente, ao passo em que medidas voltadas aos interesses do sistema financeiro se tornam, por fim, mais palatáveis para seus eleitores, ainda que sejam contrárias aos seus. Em outras palavras, isso significa que as agências, ao fim e ao cabo, atuariam também sobre a consciência pública acerca do propósito e do escopo correto da ação estatal. Nesse sentido, acabam por se constituir como avaliadores de performance, influenciando, finalmente, a percepção que eleitores têm sobre o desempenho de seus governantes.

O caráter pretensamente científico do *rating* é também amplamente questionado por Paudyn (2014), que se coaduna com a perspectiva apresentada por Sinclair (2005). Ao analisar o processo de formulação do conceito atribuído pelas agências a seus objetos de avaliação, o autor identifica uma série de inconsistências que revelam o caráter ilusório da informação que representam. Isso porque a quantificação do risco, no formato de um conceito, torna-se insustentável ao se levar em conta que parte da análise condensada de diversas variáveis quantitativas e qualitativas que, na prática, são de difícil mensuração. Além disso, a compartimentalização e o isolamento dos atributos de um

determinado Estado, que separadamente recebem notas e que – por um processo pouco transparente – assumem em seguida a forma de único indicador, não condiz com a realidade social e de mútua influência que inerentemente possuem. Com efeito, o autor observa que as próprias empresas admitem que tal processo pode envolver distorções e procedimentos menos científicos do que se supõe (PAUDYN, 2014, p. 118), o que por si só já revela sua artificialidade.

É sobre essa base inconsistente que se constrói a autoridade de que as agências desfrutam nos mercados de capitais. Nesse sentido, um dos produtos do caráter supostamente científico do *rating* passa a ser a naturalização de uma bifurcação arbitrária entre as esferas da política e da economia. A consequência disso é a despolitização da gestão da economia dos Estados, uma vez que as opiniões emitidas pelas empresas estão, teoricamente, respaldadas por modelos técnicos e sofisticados de quantificação do risco, que determinam a maneira correta de conduzir uma política fiscal, por exemplo. Assim, ao se blindar do debate político o processo decisório em torno de questões como essa, o efeito que se obtém é a maior longevidade do modelo neoliberal de organização econômica e social – que, ao final e ao cabo, é o que norteia a ação das agências de classificação de risco. Em outras palavras, estas reforçam sua autoridade a partir da constituição e propagação de um discurso hegemônico acerca de uma suposta normalidade de gestão orçamentária, de caráter neoliberal e que se propõe a impor limites à ação de governantes, ainda que isso acarrete eventuais conflitos com pressões democráticas. É diante dessa realidade que Paudyn (2014, p. 205), assim como Sinclair (2005), percebem as agências de *rating* como instrumentos de governo à distância, cuja finalidade é a promoção da convergência da ação estatal em torno de normas e práticas organizacionais estadunidenses.

Ao se entender o real propósito das agências no sistema internacional de finanças e diante da percepção acerca das incongruências em torno do *rating*, algumas observações empíricas da literatura começam a se esclarecer. Desse modo, dado o alinhamento fundamental dessas empresas ao Consenso de Washington, torna-se compreensível que atribuam a países governados pela esquerda notas piores, o que é observado tanto em países desenvolvidos (BARTA & JOHNSTON, 2017) quanto nos de economia emergente (VAALER, SCHRAGE & BLOCK, 2006). Assim, embora questões político partidárias não constem na metodologia oficial apresentada, torna-se factível que o rótulo da esquerda – conforme discutido na seção precedente – constitua um

indicativo de políticas potencialmente adotadas por esses governos, de modo a estimular que as agências ajam preventivamente.

Nesse sentido, a simples possibilidade de eleição de um partido de esquerda já pode acarretar como consequência o rebaixamento do *rating* soberano (*Ibidem*). Na prática, isso significa que as agências também têm sua maneira de votar durante eleições e que podem impor um preço mais alto para se governar sob a bandeira da esquerda. Um efeito colateral desse tipo de ação, contudo, seria o agravamento das distorções inerentes ao *rating*. É diante disso, não obstante, que ganha maior significado a observação, feita por Mathis, McAndrews e Rochet (2009), de que as agências, afinal, não atribuem tanta importância a suas respectivas reputações como avaliadoras de risco como seria de se esperar – dado o papel que, em tese, desempenham no sistema internacional de finanças. Com efeito, as análises até aqui apresentadas demonstram que tal função, isoladamente, está longe de representar todos os propósitos e a natureza dessas empresas.

As reflexões até aqui expostas permitem também que se tenha um maior esclarecimento acerca da resiliência apresentada pelas agências, mesmo após sucessivas crises que colocaram em xeque sua autoridade no sistema financeiro internacional. De fato, as informações por elas proporcionadas, se não passaram incólumes a esses questionamentos, permanecem ainda, em grande escala, servindo de parâmetro para investidores no mercado financeiro (BINICI, HUTCHISON & MIAO, 2018). Ainda que, conforme já analisado, a função desses atores na globalização financeira vá além do provimento de informações ao mercado, Kruck (2016) observa que mesmo este papel vem sendo reforçado, à medida em que autoridades públicas seguem legitimando-as nesse âmbito. Isto porque, diante dos sucessivos erros cometidos pelas agências, os Estados e entidades regulatórias supranacionais agem no sentido de aumentar a regulamentação sobre as agências, o que acaba tendo como resultado o reforço da institucionalização do *status* das mesmas no sistema internacional de finanças. Em outras palavras, o autor destaca que, na esteira das recorrentes crises, as autoridades públicas se veem sem alternativas que não incluam ampliar a regulamentação sobre a atividade das agências<sup>36</sup> –

---

<sup>36</sup> Alguns exemplos nesse sentido são o III Acordo da Basileia (2010), que, no âmbito da União Europeia, orienta que bancos de investimento não devem confiar seus movimentos apenas nos *ratings*, mas também em sua própria opinião interna de crédito, e a III Regulamentação sobre as Agências de *Rating* (2013), que

o que, ao mesmo tempo, reconhece e reforça sua legitimidade enquanto instituições da governança financeira global, ainda que eventualmente possam cometer falhas – daí a necessidade de regulá-las (KRUCK, 2016).

A partir do panorama apresentado, o que se pode depreender, por conseguinte, é que as agências de classificação de risco são entidades menos técnicas e mais políticas do que a posição que ocupam no sistema financeiro internacional *a priori* deixaria transparecer. Uma vez que seu papel de fornecer informações aos investidores no mercado de capitais permanece, se não intacto, em boa parte preservado, as agências continuam levando a cabo sua missão – menos visível – de propagar normas e práticas neoliberais, de origem estadunidense, a partir do constrangimento de países mais vulneráveis a suas opiniões a se alinharem aos preceitos do Consenso de Washington – respaldando, desta feita, a hipótese perseguida no decorrer deste trabalho. É diante dessa realidade que as agências de *rating* seguem constituindo um dos pilares para o funcionamento e para a manutenção das normas inerentes à globalização financeira.

## 2.5 CONCLUSÃO

Este capítulo buscou situar as agências de classificação de risco no contexto que lhes permite desfrutar de considerável influência sobre a autonomia e margem de manobra de governos nacionais. Com a configuração do sistema internacional de finanças à imagem e semelhança do sistema financeiro dos Estados Unidos, essas empresas, frutos desta realidade e responsáveis pela manutenção e coerência de sua lógica interna, adquirem proeminência global, passando a operar nas estruturas financeiras do poder estadunidense. A partir do estabelecimento de um cenário no qual países – sobretudo os de economia emergente – veem a autonomia de seus governos restringidas pelas exigências da dinâmica financeira global, as agências passariam a se constituir em um dos canais de pressão que atuam nesse sentido, o que ocorre a partir da propagação – ou imposição – dos preceitos do Consenso de Washington. Conforme analisado, esse aspecto se mostraria especialmente problemático para regimes de esquerda, mais conflituosos com o receituário neoliberal, e para os países emergentes, cujas economias são mais vulneráveis às percepções de investidores nos mercados de capitais. É em meio a esse contexto que se pode melhor

---

demanda das autoridades supervisoras europeias remover as agências de onde estas tenham o poder de criar “efeitos mecânicos” (KRUCK, 2016).

compreender os desdobramentos ocorridos no Brasil, ao longo dos governos de Dilma Rousseff – caso adotado para a verificação do *modus operandi* das agências de *rating*.



### 3 UM PANORAMA DOS GOVERNOS DE DILMA ROUSSEFF (2011-2016)

*"É uma questão séria, no Brasil, esta questão de dar incentivos. Não é possível acreditar que redução de impostos leve ao aumento dos investimentos. Não leva. Redução de impostos leva substantivamente ao aumento da margem de lucro [dos empresários]."*

(Dilma Rousseff, 31 de agosto de 2017<sup>37</sup>)

#### 3.1 INTRODUÇÃO

Em 31 de outubro de 2010, Dilma Rousseff foi eleita presidente do Brasil. Na esteira dos altos níveis de aprovação obtidos por Lula, o governo da primeira presidente mulher do país se iniciaria em meio a um clima de otimismo e de perspectivas positivas para o seu mandato<sup>38</sup>. Menos de seis anos depois, em agosto de 2016, contudo, o panorama era completamente oposto. Diante de um cenário política e economicamente caótico, a presidente veria sua segunda gestão chegar precocemente ao fim, por meio de um controverso processo de *impeachment*, considerado por muitos como um golpe parlamentar.

Este capítulo tem como objetivo oferecer uma narrativa para os desdobramentos ocorridos entre esses dois momentos. Embora, dadas as finalidades desta dissertação, aspectos concernentes à política econômica – em especial no plano macroeconômico – sejam privilegiados, busca-se conjugá-los com elementos de natureza diversa, que possibilitem uma melhor compreensão da realidade no período. Desse modo, será possível também satisfazer a finalidade subjacente ao capítulo, a saber: o estabelecimento do contexto em que se desenvolverá a análise da atuação das agências de classificação de risco durante os governos de Dilma, para o capítulo subsequente. Cabe ainda ressaltar que, dado o caráter recente dos eventos apresentados, parte da literatura utilizada se insere em

---

<sup>37</sup> Declaração dada em entrevista à jornalista Mariana Godoy, ao ser questionada sobre arrependimentos em seu governo.

<sup>38</sup> Ianoni e Cunha (2018) lembram que estudos divulgados à época retratavam que setores da sociedade consideravam a "era Lula" como a melhor para a economia nacional nas últimas três décadas.

debates acadêmicos ainda em vigência – o que não compromete o presente objetivo, como se espera ter comprovado ao final deste capítulo.

### 3.2 CONJUNTURA INTERNACIONAL

Para se compreender as dinâmicas política e econômica dos governos de Dilma, algumas considerações acerca da conjuntura internacional em que o mesmo se situou se tornam relevantes. Não se pretende, nesta seção, apresentar um retrato completo ou uma análise aprofundada dos eventos externos ocorridos no período – o que fugiria ao escopo deste trabalho. Busca-se, no entanto, elencar os que, segundo a literatura especializada, produziram maior impacto sobre a realidade brasileira, de modo a melhor contextualizar os desdobramentos de política econômica que serão apresentados nas seções subsequentes.

Isto posto, convém ressaltar que o governo Dilma teve como pano de fundo os desdobramentos de uma das maiores crises da história do capitalismo<sup>39</sup>. Neste contexto, a política monetária expansionista adotada pelos países centrais, em especial os Estados Unidos, faria com que, entre 2010 e 2013, a economia brasileira – e as de demais países emergentes – enfrentasse pressões pela sobreapreciação de sua moeda, decorrentes sobretudo do ingresso de capital especulativo (CARVALHO, 2018). Neste cenário, especial relevância para os reflexos da crise no Brasil teria o seu agravamento na zona do euro, no inverno de 2011, que, como será apresentado na próxima seção, será a conjuntura de inflexão da política econômica do governo Dilma (CAGNIN et al., 2013). Essa tendência, não obstante, viria a se reverter a partir de maio de 2013, quando os Estados Unidos anunciam que seu programa de expansão monetária seria, a partir de então, reduzido gradualmente<sup>40</sup>. Conforme observado por Carvalho (2018, p. 93), tal situação afetaria as expectativas de investidores pelo aumento dos juros norte-americanos, de modo a provocar um fluxo de saída de capitais das economias emergentes – invertendo-se, a partir de então, o cenário de abundância de liquidez internacional.

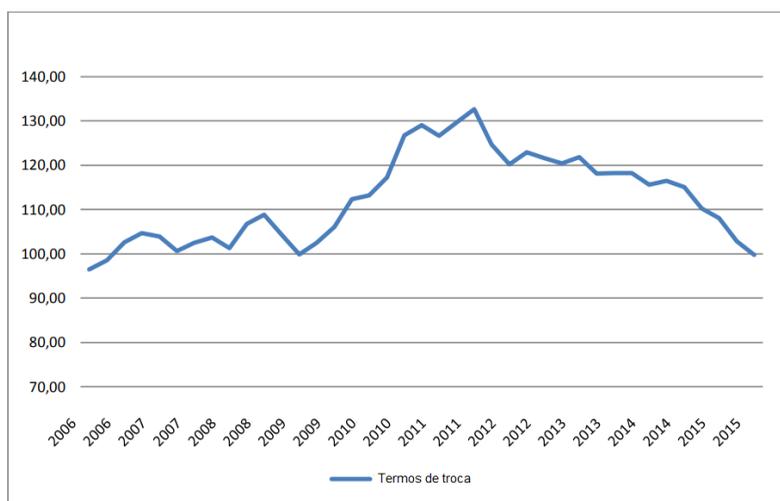
---

<sup>39</sup> Originada nos Estados Unidos, em 2008, com a crise do *subprime*, a crise financeira logo contaminaria toda a economia global. Uma análise desta crise pode ser encontrada em Harvey (2010).

<sup>40</sup> Trata-se, como ressaltado por Carvalho (2018, p. 93), do período que ficaria conhecido como *Taper Talks*.

Paralelamente, o comportamento dos termos de troca<sup>41</sup> se mostraria também determinante para os rumos da economia brasileira. Com a desaceleração do crescimento da economia da China, também como consequência da crise internacional global, o período de *boom* das *commodities*<sup>42</sup> chegaria ao fim durante o governo Dilma. Como observado por Oreiro e Agostini (2016), embora este ciclo já apresentasse sinais de desgaste em 2011, seria apenas ao final de 2013 que a deterioração dos termos de troca se acentuaria, como se pode observar no gráfico a seguir.

GRÁFICO 1: EVOLUÇÃO DOS TERMOS DE TROCA PARA A ECONOMIA BRASILEIRA.



Fonte: Adaptado de Oreiro e Agostini (2016).

Nesse contexto, tal situação, associada à contração da liquidez internacional, pressionaria pela desvalorização da moeda brasileira –

<sup>41</sup> Trata-se da razão entre os preços das exportações e o das importações do país.

<sup>42</sup> O aumento no preço das *commodities*, que ganhou impulso durante a primeira década do século XXI e melhorou sobremaneira os termos de troca para economias emergentes produtoras de matérias-primas, foi consequência do aumento da demanda da China por esses produtos, cuja economia estava em rápida expansão. Uma análise sobre este tema pode ser encontrada em Pinto (2016).

incidindo diretamente sobre as estratégias adotadas pelo governo. Como será analisado no decorrer deste capítulo, trata-se de um cenário externo que contribuiria para a recessão que se abateu sobre a economia nacional ao final do governo Dilma. Por conseguinte, conforme a teoria de Campello (2015), apresentada no capítulo anterior, é ao longo dos governos de Dilma que o cenário favorável à implementação de uma agenda de esquerda – observado pela autora em sua análise dos governos de Lula – se inverteria. Simultaneamente à configuração de tal realidade, não obstante, turbulências no cenário político e equívocos na condução da economia marcariam a trajetória do governo da presidente, como se apresentará a partir deste ponto.

### 3.3 A NOVA MATRIZ ECONÔMICA

É diante dessa conjuntura internacional instável e da percepção da falta de competitividade da indústria nacional que o governo Dilma se inicia em meio a um clima de cobrança por uma reorientação da política econômica brasileira em prol do desenvolvimento industrial (BRESSER-PEREIRA, 2013; CARVALHO, 2018). Este novo rumo, por sua vez, exigiria um rompimento com o tripé macroeconômico neoliberal – este, como já apontado no capítulo anterior, fora estabelecido em 1999, no governo de FHC e cujos parâmetros norteavam, desde então, a política macroeconômica do país, a saber: câmbio flutuante, metas de inflação e superávits primários. Com efeito, os governos de Lula conciliaram tais objetivos com as políticas sociais e de fomento ao mercado interno que marcaram seus mandatos – o que, como observado por Campello (2015), foi viabilizado pela conjuntura internacional favorável de então. A partir de 2006, contudo, a substituição de Antônio Pallocci por Guido Mantega, no Ministério da Fazenda, daria início a uma flexibilização do tripé neoliberal, dado o perfil menos ortodoxo do novo ministro. De fato, como ressaltado por Ianoni e Cunha (2018), a presença de Henrique Meirelles, à frente do Banco Central (BCB), e de Mantega, na pasta da Fazenda, resultaria em um equilíbrio contraditório entre neoliberalismo e desenvolvimentismo, respectivamente, no decorrer do governo Lula.

Logo após sua vitória eleitoral, contudo, Dilma promoveria uma mudança na presidência do BCB, substituindo Meirelles por Alexandre Tombini, funcionário de carreira na instituição. A alteração significou um maior alinhamento entre BCB e Ministério da Fazenda nos objetivos traçados para a política econômica, imprimindo maior coordenação entre as duas autoridades. Para Bresser-Pereira (2013, p. 9), tal modificação marcaria o retorno da identificação do BCB com os interesses nacionais,

extinguindo o "conflito permanente com o Ministério da Fazenda, que se tornara desenvolvimentista desde que Guido Mantega passou a dirigi-lo". Mais do que isso, a saída de cena de Meirelles, prócer da ortodoxia neoliberal, era sintoma do próprio perfil da presidente recém-eleita, formada economista em uma escola com tradição industrialista<sup>43</sup> (BRESSER-PEREIRA, 2013; CARVALHO, 2018). Nesse sentido, adequava-se o cenário para uma maior flexibilização da política macroeconômica no sentido do distanciamento dos preceitos do Consenso de Washington, que ecoavam no tripé neoliberal.

O primeiro semestre do governo Dilma seria marcado, não obstante, pela continuidade das políticas monetária e fiscal restritivas que já vinham sendo implementadas ao final do governo de Lula. Cagnin *et al.* (2013) observam que, nesse período, a política macroeconômica se voltou ao combate inflacionário e ao arrefecimento do ritmo de crescimento da economia, que havia chegado ao patamar de 7,5% em 2010. O diagnóstico, por conseguinte, era o de que a economia brasileira estava atravessando um período de crescimento acima de seu potencial. Nesse sentido, entre janeiro e julho de 2011, a meta da taxa Selic foi sendo gradualmente elevada, enquanto medidas macroprudenciais nos mercados de crédito e câmbio foram implementadas – como a elevação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 1,5% para 3% para pessoas físicas, no mês de abril. Ademais, no âmbito da política fiscal, o perfil contracionista se refletiria na elevação do superávit primário do setor público de 2,77% do PIB, em dezembro de 2010, para 3,74% em julho de 2011. Ao mesmo tempo, como destacado por Carvalho (2018, p. 125), o ajuste fiscal também teve como consequência uma queda de 19,6% dos investimentos do governo central – funcionando efetivamente como um freio de mão para a economia. O resultado dessas políticas, contudo, excederia o esperado pelo governo, com uma redução do crescimento do PIB para apenas 4% em 2011, o que, como destacado por Ianoni e Cunha (2018), se constituiria em foco de críticas de economistas de viés desenvolvimentista à excessiva cautela na gestão da economia.

Entretanto, no dia 26 de maio de 2011, um artigo publicado pela Folha de S. Paulo, intitulado "Um acordo pela indústria brasileira" e assinado pelos presidentes da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp), da Central Única dos Trabalhadores (CUT) e da Força

---

<sup>43</sup> Formada economista pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Dilma chegou a cursar o mestrado e a concluir todos os créditos no doutorado em Economia na Universidade Estadual de Campinas, embora nunca tenha chegado a obter os respectivos títulos.

Sindical, renunciava os novos rumos que a gestão econômica tomaria no governo Dilma. Sinalizando a janela de oportunidade aberta pelo dinamismo que o mercado interno adquirira ao longo dos governos de Lula, os setores produtivos demandavam que o governo da nova presidente se voltasse então para o resgate e para o desenvolvimento da indústria do país. Aos alertas de reprimarização da pauta exportadora brasileira, somavam-se a advertência de que a exportação de *commodities* e o setor de serviços não seriam capazes de sustentar o crescimento da economia e o anúncio do comprometimento de trabalhadores e de empresários em torno do projeto pleiteado. No mesmo dia, o vice-presidente Michel Temer receberia, em mãos, o documento "Brasil do Diálogo, da Produção e do Emprego", que elencava, em 34 páginas, as medidas demandadas. Clamava-se, em linhas gerais, que o Estado exercesse o papel de estimular "os agentes produtivos (empresas e trabalhadores), propiciando um ambiente macroeconômico que não seja limitante da competitividade, e uma política industrial, de inovação e de comércio exterior (...)" – todos alinhados ao objetivo do desenvolvimento industrial. Paralelamente, outras reivindicações por um maior ativismo estatal em favor da indústria foram lançadas, à exemplo da campanha liderada pela Fiesp por "Energia a Preço Justo", voltada à redução do preço da eletricidade, e o "Movimento por um Brasil com juros baixos: mais empregos e maior produção", que, em outubro, promoveu uma passeata unificada de setores trabalhistas e do empresariado, dirigida à sede do BCB (IANONI & CUNHA, 2018).

No inverno de 2011, quando a conjuntura adversa da crise econômica internacional passou a incidir mais fortemente sobre a realidade brasileira, o governo se viu diante da oportunidade de responder a essas demandas, dando início à implementação da Nova Matriz Econômica (NME) – política econômica que passaria a orientar ações em diversos níveis da economia brasileira ao longo do primeiro mandato de Dilma (SINGER, 2015). Embora tal nomenclatura só tenha sido oficialmente lançada em dezembro de 2012, pelo secretário de política econômica, Márcio Holland – e passando, a partir de então, a figurar no vocabulário de Mantega e de demais autoridades do governo –, as medidas que a definem começaram a ser implementadas já em agosto de 2011. Em linhas gerais, pode-se considerar que os dois principais pilares de sustentação da NME seriam a redução dos juros e a desvalorização do real – condições *sine qua non* à elevação da competitividade industrial brasileira.

O problema, como apontado por Carvalho (2018, p. 81), é que a combinação de juros elevados e de sobreapreciação cambial havia sido,

até então, responsável por manter a inflação do país sob controle. Como consequência, a reversão das tendências monetária e cambial, em prol da NME, exigiria também mudanças no perfil da política fiscal que caracterizara o segundo governo Lula, com cortes de gastos e de investimentos públicos. Na prática, o objetivo subjacente era o deslocamento do motor do crescimento da economia do mercado interno e do consumo – beneficiados até então por medidas de estímulos provenientes da ação pública – para os investimentos privados e, conseqüentemente, para as oportunidades do mercado externo.

Entre meados de 2011 e abril de 2013, a NME seria, portanto, colocada em prática mediante a coordenação entre o BCB e demais órgãos do governo. Posteriormente, contradições, desafios conjunturais e fracassos na consecução de seus objetivos levariam ao colapso do projeto – o que será analisado na seção subsequente deste capítulo. Isto posto, os itens elencados a seguir visam a explorar as medidas que compuseram a NME, conforme a síntese proposta por Singer (2015; 2018, p. 43), que tenciona condensar as centenas de ações levadas a cabo pelo governo no período – muitas das quais, aliás, se interseccionam nas distintas frentes identificadas pelo autor.

- Redução dos juros

Como já sinalizado, a redução das taxas de juros constituiu, ao lado da desvalorização cambial, um dos pilares da NME, uma vez que seria pré-condição para o ingresso em um modelo de crescimento centrado no desenvolvimento da indústria (BRESSER-PEREIRA, 2013; CARVALHO, 2018). O rompimento com a política monetária contracionista, apontado por Mantega como mudança "estrutural" e "fundamental", seria, no entanto, o principal foco de conflito na implementação da NME (SINGER, 2015) – o que será discutido na próxima seção. Sob os auspícios da NME, a trajetória decadente da taxa Selic começaria já em agosto de 2011, quando o Comitê de Política Monetária (Copom) anuncia cortes em sua meta. Entre este período e agosto de 2012, a meta da Selic recuaria de 12,5% para 7,5% - patamar em que se manteria até abril de 2013 (CAGNIN et al., 2013). Como observado por Singer (2018, p. 43), descontando a inflação, "o juro real chegou a menos de 1% no final do ciclo. De campeão mundial de juros, o Brasil passou a ter níveis considerados baixos, compatíveis com os praticados nos centros capitalistas". Paralelamente, o governo alteraria ainda regras de remuneração na caderneta de poupança, de modo a compatibilizá-las com o objetivo de redução na Selic.

Outra frente de ação do governo nesse sentido se deu através do uso dos bancos públicos – Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal – para forçar a diminuição dos *spreads*<sup>44</sup> bancários. Em fevereiro de 2012, em audiência na Comissão de Assuntos Econômicos no Senado, Tombini declarou que a redução do *spread* era "prioridade do governo" e "determinação direta da presidência da república". Desse modo, a diminuição dos *spreads* do Banco do Brasil e da Caixa forçou os demais bancos privados, ameaçados de perder faixas do mercado pela concorrência com as instituições públicas, a seguirem o mesmo caminho (SINGER, 2015).

- Uso intensivo do BNDES

Instrumentalizado em favor da implementação da NME, o aporte de crédito do BNDES a juros subsidiados a empresas ganhou novas dimensões, evoluindo de 100 bilhões de reais, em 2009, para 400 bilhões nesse período, o que foi viabilizado por recursos providos pelo Tesouro Nacional. Como observado por Carvalho (2018, p. 119), a maior parte desses recursos se concentrou no Programa de Sustentação de Investimento (PSI), voltado ao financiamento da aquisição de bens de capital – como máquinas, equipamentos e caminhões – e que foi renovado por seis anos consecutivos desde sua criação, em 2009. Ademais, a taxa de juros de longo prazo, que, anteriormente ao lançamento da NME estava em 6% ao ano, foi ainda mais reduzida, chegando a 5,5% em meados de 2012 e a 5% em janeiro de 2013. Além das empresas, os investimentos estaduais também foram beneficiados pela expansão do limite de crédito junto ao BNDES para 40 bilhões de reais, ainda ao final de 2011 (CAGNIN *et al.*, 2013).

- Aposta na reindustrialização

Já em agosto de 2011, as demandas por uma política industrial foram atendidas pelo governo com o lançamento do Plano Brasil Maior (PBM). Mattos (2013) destaca que o PBM foi organizado segundo cinco diretrizes estruturantes, a saber: i) fortalecimento das cadeias produtivas, com enfrentamento do processo de substituição da produção nacional em

---

<sup>44</sup> Trata-se da diferença entre o custo de captação de dinheiro pelos bancos no mercado e os juros por eles cobrados nos empréstimos aos clientes, o que, em outras palavras, representa uma taxa adicional de risco cobrada no mercado financeiro.

setores industriais intensamente atingidos pela concorrência das importações; ii) ampliação e criação de novas competências tecnológicas; iii) desenvolvimento das cadeias de suprimento em energias; iv) diversificação das exportações e internacionalização corporativa; v) promoção de produtos manufaturados de tecnologias intermediárias com consolidação de competências na economia do conhecimento natural, isto é, em setores intensivos em recursos naturais. Para o autor, o PBM contemplaria, por conseguinte, medidas reativas à competição internacional, de modo a promover uma política industrial centrada na inovação. Nesse sentido, incorporaria também uma dimensão sistêmica, na medida em que seus benefícios transbordariam para todos ou para grande parte dos setores industriais. Desse modo, objetivava se constituir em uma política industrial para “sustentar o crescimento econômico inclusivo num contexto econômico adverso” (SINGER, 2015).

- Desonerações

Como observado por Carvalho (2018, p. 103), a política de desonerações ganhou centralidade na NME, constituindo-se em um dos principais eixos das políticas fiscal e industrial do governo. Conforme Singer (2015), já em abril de 2012 havia sido anunciada a desoneração da folha de pagamentos de 12 setores intensivos em mão de obra. Em 2014, este número chegaria a 42 setores, gerando a economia de 25 bilhões de reais anuais aos empresários. Cagnin *et al.* (2013) observam ainda outras medidas nesse sentido, que ocorreram no âmbito do PBM, tais como: a redução do imposto sobre produtos industrializados (IPI) sobre bens de investimento; a instituição do Reintegra (Regime Especial de Valores Tributários para as Empresas Exportadoras), que passou a permitir a devolução às empresas de até 3% das receitas de exportação; o estabelecimento de um novo regime tributário para o setor automotivo; e a desoneração da cesta básica, que buscava estimular o consumo das famílias de baixa renda (CARVALHO, 2018, p. 104).

- Plano para infraestrutura

A NME teve também como objetivo aumentar a participação de investimentos privados na área de infraestrutura. Com esta finalidade, o Programa de Investimento em Logística (PIL), lançado em agosto de 2012, daria início a uma série de leilões nos setores ferroviário e rodoviário – neste caso, ao final de 2014, já teria se consolidado a

concessão de 5350 km de rodovias à iniciativa privada, ao passo que 1088 km de ferrovias seriam construídos. Como observado por Carvalho (2018, p. 128), o programa contemplava também os setores de aeroportos, transporte urbano, telecomunicações e geração e transmissão de energia elétrica.

- Reforma do setor elétrico

Carvalho (2018) situa a reforma do setor elétrico, levada a cabo durante a implementação da NME, no âmbito das políticas de preços administrados, que foram usadas como instrumento de política macroeconômica pelo governo Dilma – e que também incidiram sobre os preços dos combustíveis, por exemplo. No caso específico do setor elétrico, a medida provisória 579, editada em setembro de 2012 e transformada em lei em janeiro de 2013, alterou as regras do jogo relativas às concessionárias de energia, promovendo uma súbita queda do preço da energia elétrica em setembro de 2012. Como analisado pela autora (2018, p. 111), a medida acarretou uma redução da tarifa em 18% para os consumidores residenciais e em até 32% para indústria e comércio. Ao mesmo tempo, "contratos que venceriam em 2015 e 2017 foram antecipados para retirar das tarifas o repasse dos investimentos já amortizados" (SINGER, 2015, p. 44). Ao fim e ao cabo, buscava-se atender a demanda da indústria por menores despesas com energia elétrica em prol de uma maior competitividade, o que, na ocasião, se refletiu em comemorações do presidente da FIESP, Paulo Skaf, para quem, "o sonho virou realidade", uma vez que a guerra para baixar a conta da luz havia sido vencida (CARVALHO, 2018, p. 102).

- Desvalorização do real

Segundo o Ministério da Fazenda, a desvalorização do real foi o segundo objetivo principal da NME (SINGER, 2015), uma vez que a sobrevalorização cambial consistia, ao lado das elevadas taxas de juros, em um dos maiores obstáculos ao desenvolvimento da indústria nacional (BRESSER-PEREIRA, 2013). Para fazer frente a essa sobreapreciação, o governo buscou, a partir de 2011, construir uma institucionalidade – explorada no gráfico 2, apresentado na próxima subseção – capaz de evitar que a mesma se acentuasse, ao mesmo tempo em que buscava-se reduzir a volatilidade da moeda brasileira, que, como destacado por Carvalho (2018, p. 90), era uma das mais altas do mundo. Cagnin et al.

(2013) observam que, no período, foi diversificado o conjunto de instrumentos utilizados para se alcançar este objetivo, sobretudo no que diz respeito a mecanismos de controle de capitais, que serão apresentados no próximo item – e que, por sua vez, resultaram de uma maior coordenação entre BCB e Ministério da Fazenda.

Entretanto, a desvalorização do real que se verificaria durante o segundo semestre de 2011 não pode, como também ressaltam os autores, ser dissociada do cenário externo, que se deteriorou, sobretudo quando da acentuação da crise na zona do euro, afetando negativamente o fluxo de capitais para países emergentes. Com efeito, a piora no ambiente financeiro internacional atuou no sentido de ampliar a eficácia da política cambial do governo, servindo, portanto, ao propósito de conduzir a taxa de câmbio a um patamar mais competitivo. Nesse sentido, até maio de 2012, verificou-se uma desvalorização da moeda brasileira de 19,52%, com um aumento da taxa de câmbio de R\$ 1,65, ao final do governo Lula, para R\$ 2,05 no período mencionado (SINGER, 2015).

- Controle de capitais

Diretamente relacionadas ao objetivo de promover a desvalorização cambial, medidas de controle sobre o fluxo de capital estrangeiro foram sendo implementadas, desde janeiro de 2011, a partir da coordenação entre BCB e Ministério da Fazenda. Um dos principais exemplos nesse sentido foi a imposição de uma alíquota de 1% de IOF sobre derivativos de câmbio acima de 10 milhões de dólares, o que tinha como alvo movimentos especulativos pela apreciação do real (CARVALHO, 2018, p. 90). Com efeito, a regulação financeira prudencial que gradualmente se instituiu adquiriu caráter dinâmico em função de questões conjunturais, sendo sistematizada de forma mais detalhada por Cagnin *et al.* (2013), conforme gráfico a seguir – que elenca cronologicamente as medidas, aos dois primeiros anos do governo Dilma, relativas à restrição ao fluxo de entrada e de saída de capitais, em especial em sua expressão tributária. Como destacado pelos autores e sinalizado pelo gráfico, houve momentos de difícil compatibilização entre esses instrumentos e os demais objetivos de política cambial e de controle inflacionário. Em janeiro e fevereiro de 2012, por exemplo, a leniência com a apreciação cambial possivelmente decorreu da prevalência do controle inflacionário sobre o objetivo do câmbio competitivo.

## GRÁFICO 2: TAXA DE CÂMBIO NOMINAL DO BRASIL EM R\$/US\$ (2011-2013).



Fonte: Cagnin et al. (2013), a partir de dados do BCB.

- Proteção ao produto nacional

Por fim, Singer (2018, p. 46) observa, no âmbito da NME, algumas ações voltadas também ao favorecimento da produção nacional, a saber: em setembro de 2011, elevou-se o IPI sobre produtos importados ou que tivessem menos de 65% de conteúdo local; em fevereiro de 2012, acertou-se a compra, pelo Petrobras, de navios sonda a serem construídos no Brasil com conteúdo nacional; em julho de 2012, lança-se o Programa de Compras Governamentais, novamente em benefício de produtos nacionais; finalmente, em setembro de 2012, o governo aumenta os impostos de importação de cem produtos, de modo a favorecer a produção interna dos mesmos.

### 3.4 OS RESULTADOS E O DESMANTELAMENTO DA NOVA MATRIZ ECONÔMICA

Como se pode deprender das políticas implementadas no âmbito da NME, o objetivo do governo era atender as demandas dos setores produtivos da sociedade, de modo a privilegiar o desenvolvimento da indústria (BOITO JR., 2016; CARVALHO, 2018; SINGER, 2015, 2018). Desta feita, Carvalho (2018) denomina as medidas adotadas como "Agenda FIESP", deixando claro o principal setor interessado nas políticas levadas a cabo, enquanto Mello e Rossi (2017) se referem às mesmas como "estratégia industrialista", ressaltando seu alinhamento com propostas defendidas por entidades empresariais – independentemente dos efeitos industrializantes que viessem de fato a apresentar. Entretanto, a execução desse conjunto de medidas exigiu, como já sugerido pelas políticas elencadas dentro da NME, um maior ativismo do Estado na esfera econômica, o que catalisou conflitos, sobretudo em decorrência da flexibilização ou do abandono do tripé macroeconômico neoliberal ao longo do período<sup>45</sup>.

Um ponto fundamental para a compreensão das reações desencadeadas pela NME se deu no âmbito da redução dos juros, que, conforme já apontado, constituiu um de seus pilares. Como observado por Singer (2015, 2018), uma das principais diferenças do governo Dilma para o de seu antecessor foi a adoção de uma postura confrontacionista com o sistema financeiro, o que se evidenciou tanto pela redução da taxa Selic quanto dos *spreads* bancários – e que, por seu turno, traria sérias consequências para os rumos de seu governo. Já em agosto de 2011, quando o processo de redução da meta da Selic se inicia, os primeiros atritos começariam a se formar. Isto porque a reunião anterior do Copom não havia sinalizado qualquer possibilidade nesse sentido – surpreendendo, portanto, os agentes do mercado. Para piorar, a ata da reunião que determinou a redução justificava a ação com base nas metas alcançadas e desenhadas para a política fiscal e para a inflação, o que passou a ser visto como um sinal de subserviência do BCB ao governo (CARVALHO, 2018, p. 88). Ademais, como observado por Vaccari e Perez (2017, p. 96), "era a primeira vez, desde a implementação do

---

<sup>45</sup> Há divergências na literatura quanto a esse tema. Para Ianoni e Cunha (2018), por exemplo, a NME teria gerado apenas uma maior flexibilização do tripé macroeconômico – processo este que já teria se iniciado desde o governo Lula, quando do ingresso de Mantega no Ministério da Fazenda. Já Vaccari e Perez (2017) sustentam que o tripé foi efetivamente desmontado no período.

sistema de metas, em 1999, que o BCB reduzia a Selic logo depois de elevá-la, sem transição de manutenção da taxa."

Diante disso, o governo passou a ser sucessivamente acusado de ingerências na autonomia do BCB. Por exemplo, tanto Gustavo Loyola quanto Gustavo Franco, ambos ex-presidentes da instituição, sinalizaram que a interferência política poderia trazer graves consequências para a condução econômica do país, uma vez que subvertia o regime de metas de inflação – para o qual a autonomia do BCB é imprescindível. No mesmo sentido, o economista-chefe da Federação Brasileira de Bancos (Febraban), Roberto Troster, manifestou preocupações com a credibilidade do sistema de metas, diante do que considerou uma decisão "inesperada e chocante" (VACCARI & PEREZ, 2017, p. 96). Com efeito, o que era por muitos considerado um desmonte do tripé macroeconômico neoliberal já começava, então, a se constituir em um foco de críticas ao governo Dilma, conforme manifestado por Loyola (2011), para quem "o regime de metas para inflação encontra(va)-se num momento crítico no Brasil.", o que era uma "triste constatação" sobre o "pouco que resta(va) da tríade da estabilidade macroeconômica".

O conflito viria ainda a se acentuar ao começo de 2012, quando tem início o que Singer (2015) denomina como "batalha dos *spreads*" – que resultou no já apontado uso dos bancos públicos para forçar, pela via da concorrência, os bancos privados a reduzirem as taxas cobradas. Conforme o autor, a medida representou uma interferência direta do Estado nos lucros obtidos pelos bancos – que se pautavam, segundo a presidente Dilma, por uma "lógica perversa". No mesmo sentido, o ministro Mantega cobrava uma nova postura dos bancos brasileiros, em sintonia com os objetivos da NME, conforme noticiado pelo G1, em 12 de abril de 2012: "A lucratividade dos bancos tem sido muito elevada. No ano passado, os bancos brasileiros foram entre os mais lucrativos do mundo. Quero que os bancos tenham lucro, mas a partir de crédito, de atividade econômica de empréstimo, e sem afligir o consumidor". Neste contexto, embates e críticas mútuas entre entidades e personalidades bancárias e autoridades do governo passaram a figurar no noticiário brasileiro (VACCARI & PEREZ, 2017), até que, em abril de 2012, a Febraban acaba por ceder, reconhecendo que a diminuição dos *spreads* seria inevitável. É diante desse cenário – ao qual também se somam as alterações no IOF e das regras de cálculo dos rendimentos da caderneta de poupança – que Ianoni e Cunha (2018) observam o estabelecimento de uma "guerra fria" dos setores financeiros contra o governo – cujas consequências se fariam sentir em um futuro próximo.

Isto porque, paralelamente, os resultados que foram sendo obtidos com a implementação da NME não foram os esperados. A despeito das medidas voltadas ao estímulo do setor industrial, os investimentos privados não corresponderam e a trajetória de desindustrialização da economia brasileira seguiu se refletindo no declínio da participação do setor no PIB. Segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a participação da indústria no PIB brasileiro foi, no ano de 2011, de 27,5% - contra 28,5% em 2010. Em 2012, tal participação cairia para 26% e, no ano seguinte, para 24,9%. Em 2014, dentre os setores produtivos do PIB, a indústria seguiria tendo o pior desempenho, caindo 1,2%, ao passo que os setores agropecuário e de serviços avançariam 0,4% e 0,7%, respectivamente. Confirmando tal realidade, Oreiro e Agostini (2016) destacam que, entre o começo de 2011 e o final de 2012, a taxa de investimento na economia decaiu de mais de 35% para -4%. Este índice apresentaria uma leve melhora durante 2013, para, a partir de 2014, ingressar em uma nova trajetória decadente. Como a aposta no setor privado teve como contrapartida a retração dos investimentos públicos, a consequência desse desempenho se refletiu no baixo crescimento da economia no período: em 2012, obteve-se uma expansão de apenas 1,9% do PIB – nível que chegaria a 3%, em 2013, mas que logo cairia para 0,5% em 2014. É diante desse cenário que, ao analisar as repercussões da NME, Carvalho (2018, p. 86) é taxativa: "Pode-se dizer, com segurança, que os resultados de sua adoção foram desastrosos".

No plano fiscal, a situação também passaria a se mostrar problemática. Após um 2011 em que o resultado primário do setor público superou a meta previamente estabelecida pelo governo – o que ocorre, como já apontado, na esteira de um primeiro semestre de contração fiscal –, o ano de 2012 já seria marcado pelo recurso ao que ficou conhecido como "contabilidade criativa" – o que, em linhas gerais, diz respeito ao uso de dispositivos contábeis que inflam o que foi efetivamente economizado. A partir de então, os resultados fiscais se deteriorariam, culminando no déficit primário obtido em 2014, de 0,63% do PIB. Nesta ocasião, conforme destacado por Ianoni e Cunha (2018, p. 30), "o governo precisou aprovar, às pressas, uma mudança na legislação orçamentária para evitar que a presidente fosse acusada de cometimento de crime de responsabilidade de natureza fiscal, por descumprir a meta formal de superávit primário."

A explicação apontada pela literatura para a configuração desse cenário reside no perfil da política fiscal expansionista então colocada em

prática pelo governo<sup>46</sup>, que, a despeito de estar em sintonia com o fomento à atividade industrial, impactou de forma negativa nas receitas obtidas. Como observado por Mello e Rossi (2017), enquanto, entre 2006 e 2010, a expansão fiscal se pautou pelo aumento dos investimentos públicos, a lógica da NME exigiu a substituição destes por um aumento nos gastos correntes com desonerações, subsídios e subvenções – instrumentos menos efetivos na dinamização da demanda agregada e que possuem menor efeito multiplicador. No mesmo sentido, Carvalho (2018, p. 129) ressalta que:

O custo fiscal elevado das desonerações e subsídios, quando combinado ao crescimento menor das receitas federais pela própria desaceleração econômica e ao crescimento estrutural de certos componentes dos gastos sociais (que vinham crescendo acima do PIB desde a década de 1990), aumentou as dificuldades do governo no cumprimento das metas de superávit primário. Nesse contexto, nem o recurso à contabilidade criativa para alcançar a meta fiscal (por meio de receitas não recorrentes, ampliação forçada da margem de deduções e postergações de pagamentos) foi suficiente para evitar a imposição de maiores entaves orçamentários aos investimentos.

Por outro lado, Mello e Rossi (2017) lembram que a NME, se decepcionou nos indicadores supracitados, logrou manter as taxas de desemprego baixas – com o ano de 2014 apresentando a menor taxa de desemprego da história recente brasileira – e a inflação dentro dos limites da meta. O controle inflacionário, não obstante, seria alvo de constantes críticas ao governo – o que começa já em 2011, quando a inflação atinge o teto da meta, a partir dos esforços para desvalorizar o real, associados à inflação dos serviços. Como, a partir da implementação da NME, tanto a gestão da taxa de juros quanto a da política cambial se voltaram a outras

---

<sup>46</sup> Como apontado por Mello e Rossi (2017), existe um amplo debate acerca de como estimar se a política fiscal teve um papel expansionista ou contractionista, geralmente medidos através de indicadores de “impacto fiscal”, durante o primeiro mandato de Dilma. Diante disso, esta pesquisa se alinha com a perspectiva de Carvalho (2018, p. 134), para quem houve expansionismo na política fiscal entre 2012 e 2014.

finalidades além da mera contenção da inflação – a saber, o estímulo à atividade industrial –, as críticas à gestão do tripé macroeconômico começaram a ganhar corpo. Conforme destacado por Ianoni e Cunha (2018, p. 20):

A variação de preços, medida pelo IPCA, subiu de 5,9% em 2010 para 6,5% em 2011, mas caiu para 5,8% em 2012. No entanto, como o centro da meta de inflação era 4,5%, os agentes da comunidade financeira (...) criticavam a gestão do tripé já em 2012. Diziam que só havia restado o superávit primário, tendo caído por terra as políticas monetária e cambial. Em relação ao combate à inflação, surgiram críticas à política de controle de preços das tarifas de energia elétrica e dos combustíveis para os consumidores e para a indústria.

Com efeito, a política de preços administrados levada a cabo no âmbito da NME é apontada por Mello e Rossi (2017) como responsável, em parte, por compensar a redução dos juros, de modo a reter o avanço inflacionário – uma vez que atuaria tanto na redução dos custos de produção para os setores industriais quanto compensando a inflação de demais itens na economia. Carvalho (2018, p. 102), não obstante, questiona o caráter industrialista dessas medidas, apontando que “não parece haver qualquer evidência de que a redução de tarifas de energia elétrica tenha sido eficaz em gerar competitividade para a indústria brasileira”. Ademais, no caso do represamento do preço dos combustíveis, a autora destaca o custo microeconômico causado pela administração do preço da gasolina, cujo aumento do consumo teria levado à necessidade de aumentar sua importação, ao mesmo tempo em que inibiu os investimentos em etanol e contribuiu para o agravamento da crise no setor. Nesse sentido, pode-se considerar que a política de represamento de preços pelo governo serviu para atenuar os índices inflacionários, suscitando críticas pela artificialidade dos mesmos, ao passo em que seus efeitos positivos sobre a produção industrial não são claros.

É em resposta a essa realidade que, em abril de 2013, o desmantelamento da NME começaria a se configurar, com o início de uma nova fase de altas na taxa Selic. Para Cagnin *et al.* (2013), a decisão do Copom de retomar a alta dos juros representou o início de um novo período na gestão macroeconômica do país, no qual o combate à inflação

retornava ao topo da lista de prioridades do governo. Com efeito, já em fevereiro daquele ano, Tombini declarara, em entrevista à jornalista Miriam Leitão (2013), que "a inflação nos preocupa a curto prazo, está mostrando uma resiliência forte, mas não é o caso de descontrole inflacionário" – o que por si só já provocou uma reversão das expectativas dos agentes econômicos, que passaram a esperar uma alta dos juros (CARVALHO, 2018, p. 93).

Como narrado por Singer (2015, p. 50), já no dia seguinte, Mantega se manifestou contrariamente a Tombini, informando que não havia motivos para se preocupar com a inflação e alegando que "a opinião dele pode ser diferente da minha". Entretanto, o que se observou, cerca de dois meses depois, foi a decisão do Copom de elevação da Selic de 7,25% para 7,5% ao ano, fazendo com que os juros ingressassem em uma trajetória ascendente que, ao final do primeiro mandato de Dilma, chegaria ao patamar de 11,75% ao ano – apenas 0,25% abaixo do que estava quando começou a cair (IANONI & CUNHA, 2018). Em outras palavras, a decisão tomada pelo Copom, em abril de 2013, marcaria o início do desmonte da NME, reestabelecendo a dualidade anterior à sua implementação, na qual BCB e Fazenda agiam em direções opostas: a taxa de juros, até então utilizada para estimular a atividade industrial, voltava a ser orientada pelo controle inflacionário.

Paralelamente, a política cambial voltada a promover a desvalorização do real – que constituía o outro principal pilar de sustentação da NME – também começaria a ser desmontada a partir de 2013, com a gradual retirada de medidas regulatórias e de controle de capitais. Com efeito, o que se passou a observar foi uma inversão do esforço do governo brasileiro, no sentido de conter a desvalorização cambial, que poderia sair do controle diante dos novos rumos da política monetária dos Estados Unidos. Na ocasião, o FED anunciara a gradual eliminação de seu programa de expansão monetária, o que poderia ter como consequência, para países de economia periférica, como o Brasil, um rápido fluxo de saída de capitais e, consequentemente, uma acentuada desvalorização de suas moedas. Desta feita, já em junho daquele ano, o Ministério da Fazenda opta, por exemplo, por eliminar o IOF de 1% sobre os derivativos de câmbio, criado em 2011 com a finalidade oposta (CARVALHO, 2018, p. 94). Ademais, como observado por Mello e Rossi (2017, p. 18), o governo, também para atenuar a desvalorização do real, "passa a atuar essencialmente no mercado de derivativos por meio de *swaps* cambiais que, diferentemente das outras medidas regulatórias e de controle de capital, são intervenções consideradas *market friendly*."

A partir de então, já sem os seus dois pilares de sustentação, a NME estaria fadada ao desmoronamento no decorrer do restante do primeiro mandato de Dilma. De fato, no plano macroeconômico, apenas a política fiscal seguiu coerente com o que já vinha sendo implementado, tendo ainda seu escopo expandido – sobretudo diante da incorporação de novos setores à política de desonerações, que, como já se viu, teve consequências negativas na arrecadação pública. A realidade, porém, é que a política fiscal passou a ter também que compensar os impactos negativos advindos do aumento dos juros, com o governo, na prática, passando a internalizar em seu orçamento boa parte da perda de rentabilidade das empresas (MELLO & ROSSI, 2017). Ao fim e ao cabo, o resultado, como já apontado, foi o agravamento do quadro de deterioração fiscal, que culminou no déficit primário de 2014.

As explicações para o fracasso da NME seguem fomentando debates na academia, de modo que alcançar qualquer conclusão definitiva sobre este tema fugiria ao escopo desta dissertação. Convém, no entanto, apresentar algumas das perspectivas sobre o assunto, em especial as trabalhadas pelos autores até aqui levados em conta, que contribuirão tanto para o desenvolvimento da presente narrativa quanto para uma melhor compreensão dos desdobramentos que se seguirão. Isto posto, Oreiro e Agostini (2016) consideram que tal realidade pode se explicar pela insuficiência na desvalorização cambial e pela inesperada – segundo os autores – incapacidade da redução dos juros em estimular a atividade industrial. Desse modo, teria se configurado um cenário no qual a já assinalada estagnação dos investimentos decorreria da compressão dos lucros do setor industrial, que surge a partir da combinação entre uma desvalorização cambial incipiente com as pressões imprimidas pela valorização dos salários<sup>47</sup> acima do crescimento da produtividade do trabalho – tese com a qual Ianoni e Cunha (2018) se coadunam.

No mesmo sentido, Carvalho (2018, p. 90) concorda que a desvalorização do real não atingiu um nível suficiente para fazer diferença no desempenho exportador brasileiro nem no crescimento industrial. Conforme a autora, dois motivos podem explicar a ineficácia da estratégia cambial adotada: por um lado, grande parte dos produtos exportados pelo Brasil são pouco sensíveis à taxa de câmbio, uma vez que possuem seus

---

<sup>47</sup> Carvalho (2018, p. 136) lembra que, a partir de 2011, a valorização real do salário mínimo passou a ser garantida por lei, a partir da determinação de “um reajuste anual dado pela soma da inflação do ano anterior e do crescimento do PIB de dois anos antes”. Desse modo, entre 2011 e 2014, o salário mínimo cresceu, em média, 3% ao ano.

preços determinados em mercados internacionais; por outro lado, o desenvolvimento de setores novos e com bom desempenho exportador exigiria uma desvalorização maior e mais duradoura, que produziria impactos negativos nos salários dos trabalhadores, o que seria incompatível com o regime democrático. Ademais, a conjuntura internacional se mostrava pouco convidativa para uma estratégia voltada ao mercado externo: o crescimento das exportações do país decaíra de 11,7%, em 2010, para 0,3%, como consequência da retração do comércio internacional na esteira do agravamento da crise na zona do euro.

Na realidade, na perspectiva da autora, a estratégia da NME teria contemplado ainda uma série de outros equívocos. Por exemplo, como o nível geral da utilização da capacidade da indústria já estava em queda e seus estoques se acumulavam, os incentivos aos investimentos dificilmente poderiam ter funcionado. Um outro ponto relevante é que grande parte do setor empresarial nacional se encontrava endividado em decorrência do ciclo de investimentos anterior. Como consequência, as medidas voltadas ao estímulo da produção industrial acabaram, ao fim e ao cabo, por servir apenas à recomposição dos lucros das empresas – já com capacidade subutilizadas e buscando reduzir seus endividamentos. Finalmente, Carvalho (2018, p. 111) observa que o processo de financeirização do setor produtivo da economia despontou como determinante para que, em meio às incertezas quanto à rentabilidade futura de investimentos em capital produtivo, as empresas se voltem ao capital financeiro como investimentos de menor risco e de maior retorno no curto prazo.

Já Mello e Rossi (2017) atribuem o fracasso da estratégia industrialista a questões de ordens tanto estrutural quanto conjuntural. Do ponto de vista estrutural, os autores se coadunam com Carvalho (2018), ao ressaltarem a imbricação dos setores produtivos com ganhos rentistas, o que, diante da redução dos juros, teria gerado perda de seus rendimentos oriundos de aplicações financeiras. Ao mesmo tempo, a desvalorização cambial promovida teria tido como consequência o encarecimento de insumos importados. Em outras palavras, estaria estabelecida no país uma estrutura produtiva dependente de importações e com um elevado volume de ganhos de origem financeira – aspectos estes que foram diretamente atingidos pela NME. Além disso, sob uma perspectiva conjuntural, os autores elencam três eventos que, combinados, impactaram de forma negativa sobre a popularidade e a margem de manobra do governo, a saber: a crise hídrica que se abateu sobre o país, em meados de 2013, e que, a partir de então, gerou o encarecimento da energia; as investigações judiciais, sobretudo no âmbito da Operação Lava-Jato, lançada no início

de 2014; e a forte crise política, que vinha sendo gestada desde junho de 2013. Diante da importância que possuem para o decorrer do governo de Dilma, estes dois últimos elementos – investigações judiciais e crise política – serão mais bem explorados na seção subsequente.

### 3.5 INVESTIGAÇÕES JUDICIAIS E CRISE POLÍTICA

Perpassando a ascensão e o desmonte da NME, a deflagração de investigações judiciais, concernentes a escândalos de corrupção envolvendo o PT, e de uma crise política, desencadeada em 2013 e que passaria a condicionar os rumos da política e da economia nacionais, coloca-se como ponto imprescindível à compreensão do desenrolar do governo Dilma. Não se tem a pretensão, ao analisá-los, de se esgotarem todos os elementos a eles relacionados nem de se aprofundar no debate acadêmico que vem sendo desenvolvido em torno desses temas. Entretanto, excluí-los da narrativa que se constrói implicaria apresentar um cenário incompleto – quiçá incompreensível – da realidade de um governo que chegaria ao fim por meio de um controverso processo de *impeachment*. Ao mesmo tempo, ressalta-se que a artificialidade de os apresentar de forma isolada – tanto um do outro quanto das conjunturas econômicas nacional e internacional – decorre tão somente de questões metodológicas, devendo-se destacar a influência mútua que possuem entre si.

Feitas essas ressalvas, o julgamento do escândalo de corrupção conhecido como "mensalão"<sup>48</sup>, entre 2012 e 2014, que culminou na prisão de importantes líderes do PT e que teve fortes repercussões midiáticas, pode ser considerado como um catalisador, ao longo do governo Dilma, do ingresso do tema da corrupção na agenda pública (IANONI & CUNHA, 2018). Imediatamente após o seu fim, teria início, em março de 2014, a Operação Lava-Jato, que, desfrutando do maior operativo do mundo contra a corrupção, também centraria suas ações sobre o PT, Lula e Dilma (SINGER, 2018, p. 166). É em meio a esse cenário que a judicialização extremada da política brasileira ganha força<sup>49</sup>, passando a

---

<sup>48</sup> Trata-se do escândalo de corrupção relativo à compra de votos de parlamentares, desbaratado entre 2005 e 2006, que teve como alguns de seus protagonistas membros importantes do PT.

<sup>49</sup> Segundo o sociólogo José María Maravall, a política se torna judicializada quando as cortes se tornam atores políticos, alterando as regras de competição democrática e sendo instrumentalizadas para criminalizar adversários políticos.

ser instrumentalizada em benefício de adversários políticos de Dilma e do PT (*Ibidem*).

Isto porque tal processo se deu paralelamente a uma forte crise política, gestada em 2013 e que só se acentuaria a partir de então. De fato, embora o retorno da contração monetária, em abril de 2013, possa ser considerado o ponto crítico para a política econômica posta em prática pela gestão de Dilma, o ponto de inflexão para o seu governo como um todo (2011-2016) ocorreria apenas em junho daquele ano. Naquele mês, uma série de protestos – com motivações variadas – levaria centenas de milhares de pessoas às ruas e marcaria o início de uma polarização do cenário político brasileiro que se estenderia pelo restante do período analisado neste trabalho – e que só se acentuaria com o decorrer do tempo. O significado das manifestações de junho de 2013 permanece como um ponto de debate na literatura sobre o tema, mas algumas considerações relevantes para a presente pesquisa já podem ser extraídas do esforço de alguns autores em melhor compreendê-las.

Isto posto, considera-se que os eventos de junho constituem o ponto de inflexão do governo Dilma porque acarretaram considerável perda de popularidade para a presidente – isto em um momento em que, como visto, a NME ingressava em uma fase de contradições, já tendo sido iniciado seu progressivo desmonte. Singer (2018, p. 99) observa que, até o desencadeamento dos protestos que tomaram as ruas, o governo Dilma gozava de altos índices de popularidade, que se refletiram, por exemplo, no sucesso obtido pelo PT nas eleições municipais do ano anterior. Antes das manifestações, pesquisas apontavam que 57% da população consideravam seu governo como bom ou ótimo, enquanto, após esses eventos, tal aprovação teria uma queda de 27%. A consequência disso é que, a partir de então, o governo se veria constrangido a atuar permanentemente na defensiva, o que resultou na conduta errática que passaria a caracterizar o restante da gestão, com a tentativa de agradar a ambos lados do espectro político polarizado.

É importante notar que a origem desses protestos não pode ser dissociada de decisões de política monetária tomadas pelo próprio governo. Ianoi e Cunha (2018) lembram que, em janeiro de 2013, a presidente Dilma solicitou aos prefeitos de São Paulo e do Rio de Janeiro que adiassem o reajuste das tarifas de ônibus para junho, o que serviria ao propósito de conter a inflação – dentro da lógica da política de preços administrados, que caracterizou o primeiro mandato da presidente. Em

---

Trata-se, não obstante, de uma tendência histórica, na qual a Lava-Jato se encaixa (SINGER, 2018, p. 230).

junho, é precisamente o reajuste nos preços dos transportes que desencadeia os protestos, liderados inicialmente pelo Movimento Passe Livre (MPL), mas que, rapidamente, assumiriam grandes proporções e incorporariam pautas diversificadas. Em debate promovido pelo jornal *Nexo*, em 12 de julho de 2018, o economista Eduardo Giannetti destacou o casuísmo deste evento que seria o divisor de águas do governo Dilma: se o reajuste tivesse sido feito em janeiro, como tradicionalmente vinha ocorrendo, o período de férias dos estudantes provavelmente teria inviabilizado tal mobilização.

O preço dos transportes e o viés de esquerda do movimento seriam, contudo, apenas a comissão de frente do levante social e ideologicamente heterogêneo que se formaria. No decorrer do mês, as manifestações tomam uma direção oposta, na qual pautas conservadoras e críticas ao governo federal ganham corpo. A explicação para isso, como observado por Singer (2018), pode residir na inabilidade do PT em capitalizá-las politicamente em seu favor, fazendo com que grupos e partidos de direita e de centro-direita ocupassem tal espaço. Assim, temas mais sensíveis ao governo federal, sobretudo relacionados à corrupção, adquiriram protagonismo, o que foi também acompanhado por uma mudança de posicionamento de veículos da imprensa, que subitamente passaram a se mostrar simpáticos ao movimento (SINGER, 2018, p. 105). Embora fuja ao escopo deste trabalho analisar os acontecimentos de junho de 2013 de forma mais aprofundada, o fato é que os embates ocorridos nas ruas – onde coexistiram, por vezes conflituosamente, grupos da extrema esquerda à extrema direita<sup>50</sup> – prenunciavam o cenário politicamente polarizado que prevaleceria nas eleições do ano seguinte e no breve segundo mandato da presidente.

Neste ponto, torna-se relevante também apresentar a análise de Boito Jr. (2016) acerca dos dois lados que compõem o ambiente político polarizado. Segundo a perspectiva do autor, a configuração política brasileira pode ser entendida, desde a ascensão do PT à presidência, nos termos de um conflito entre dois blocos de poder: um denominado como frente neodesenvolvimentista<sup>51</sup> e outro ao qual o autor se refere como

---

<sup>50</sup> Singer (2018, p. 107) destaca, por exemplo, a expulsão à força de militantes de partidos de esquerda da Avenida Paulista por pessoas vestidas de verde e amarelo, na manifestação do dia 20 de junho.

<sup>51</sup> Nesse caso, o neodesenvolvimentismo é definido como o desenvolvimentismo possível dentro dos parâmetros do capitalismo neoliberal – em contraposição ao desenvolvimentismo historicamente situado entre as décadas de 1930 e 1980 (BOITO JR. & BERRINGER, 2013). Há, contudo, um amplo debate na literatura

campo neoliberal ortodoxo. No plano partidário, a frente neodesenvolvimentista é representada pelo PT e reúne a grande burguesia interna brasileira, a baixa classe média, o operariado urbano, o campesinato e, ainda, a massa marginalizada que contempla desempregados, subempregados e demais setores em situação de penúria. É evidente, por conseguinte, que se trata de uma frente heterogênea e repleta de contradições. Entretanto, pode-se identificar como sua força dirigente a grande burguesia interna (BOITO JR. & BERRINGER, 2013) – o que se evidencia frente às demandas por ela feitas ao governo, conforme discutido ao começo deste capítulo, e que logo foram atendidas com a implementação da NME.

Do lado do campo neoliberal ortodoxo, representado principalmente pelo Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB), concentram-se os setores relacionados ao grande capital financeiro internacional, assim como a fração da burguesia brasileira plenamente integrada a esse capital, a maior parte dos grandes proprietários de terra e a alta classe média dos setores público e privado. Com a chegada do PT ao poder, em 2003, o campo neoliberal ortodoxo – que, durante a década de 1990, guiou as ações do Estado brasileiro – viu o fim de sua hegemonia e passou para o lado da oposição ao governo. Ocorre que a NME teria representado uma radicalização da atuação da frente neodesenvolvimentista, uma vez que visou a beneficiar com maior intensidade seus setores produtivos. Não obstante, isto se deu em detrimento dos interesses de seu setor bancário, o que, segundo Boito Jr. (2016, p. 157), "aprofundou um conflito que sempre esteve presente na grande burguesia interna e, ao mesmo tempo, despertou a reação do capital internacional e da fração da burguesia brasileira a ele integrada." A consequência disso foi o enfraquecimento da frente neodesenvolvimentista, que ocorre paralelamente à reação do campo neoliberal ortodoxo, que começa uma ofensiva contra o governo Dilma no primeiro semestre de 2013.

É diante desse panorama que a guerra ideológica, nesse contexto identificada por Singer (2015, p. 51), ganha maior significado. Conforme elencado pelo autor, alguns exemplos ilustram a ofensiva do campo ideológico concorrente em um momento política e economicamente crítico para o governo:

Em dezembro de 2012, a britânica *The Economist* pede a demissão de Mantega.

---

acerca do caráter desenvolvimentista dos governos petistas, sendo a concepção supracitada apenas uma dentre as diversas que vêm sendo formuladas.

Em setembro de 2013, um *special report* da revista volta à carga. Defende a tese de que o Brasil "estragou tudo" o que de bom fora construído nos anos anteriores. A receita para evoluir: diminuir gastos do Estado, reduzir o valor das aposentadorias, cortar impostos, reformar as leis trabalhistas e aumentar as privatizações. O Financial Times, em março de 2013, publica artigo de página inteira no qual denuncia que o Brasil voltava ao intervencionismo do passado. Segundo o jornal, Dilma buscava "se intrometer em vários setores, desde energia a telecomunicações, numa mistura de incentivos e punições, com ações que vão desde incentivos tributários a medidas para forçar os produtores a baixar os preços".

Por conseguinte, a partir de meados de 2013, o governo Dilma se veria fragilizado por questões que iam além do fracasso da política econômica até então posta em prática. Em meio a uma conjuntura política adversa, na qual investigações de corrupção se abatiam sobre o PT e inflamavam manifestações populares, que eram capitalizadas por partidos de oposição, a presidente decidiu pôr em prática uma política errática, que tentava agradar a ambos os lados do espectro polarizado. Como descrito por Singer (2018, p. 125), a presidente passaria a dar "destaque à responsabilidade fiscal, estabilidade da economia e controle da inflação", além de endurecer a legislação contra a corrupção. Ao mesmo tempo, acenava à esquerda com medidas para as áreas de saúde, educação e transportes – mas que nunca saíam do papel, devido aos cortes orçamentários promovidos, como os 44 bilhões de reais cortados em fevereiro de 2014. É em meio a essas contradições que o governo ingressa no ano eleitoral de 2014.

### 3.6 REELEIÇÃO E RETORNO À ORTODOXIA NEOLIBERAL

O debate na corrida eleitoral de 2014 refletiria, assim, o ambiente polarizado que se forjava na política brasileira desde o ano anterior. De um lado, a desaceleração do crescimento do PIB, a deterioração fiscal e o

aumento da inflação<sup>52</sup> alimentavam o discurso pela austeridade econômica dos candidatos da oposição, em especial Aécio Neves, do PSDB, que disputaria o segundo turno com Dilma. Do outro lado, o governo petista responsabilizava a crise econômica internacional pelos problemas na economia, destacando o elevado nível de empregos e a importância das políticas sociais implementadas (CARVALHO, 2018, p. 148). Cabe notar, nesse contexto, o posicionamento da maior parte do empresariado nacional, que, a despeito de terem tido suas demandas privilegiadas pelo governo Dilma, declararia apoio aos candidatos neoliberais já no primeiro turno da disputa (IONANI & CUNHA, 2018; SINGER, 2015, 2018). Na prática, isso significou o fortalecimento ainda maior do campo neoliberal ortodoxo considerado por Boito Jr. (2016), que seguiria sua ofensiva contra o bloco capitaneado pelo PT.

Em meio a esse cenário, a guerra ideológica ganharia maiores proporções. Enquanto a campanha petista rejeitava fortemente o discurso da austeridade econômica, os setores financeiros da sociedade, que tiveram seus interesses preteridos pelo governo Dilma, lideraram a oposição dos agentes econômicos à reeleição da presidente (IANONI & CUNHA, 2018). Um exemplo ilustrativo ocorre em julho de 2014, quando o Banco Santander envia a seus correntistas um alerta sobre o futuro da economia caso Dilma se saísse bem nas pesquisas eleitorais, conforme noticiado por Rodrigues (2014):

Se a presidente se estabilizar ou voltar a subir nas pesquisas, um cenário de reversão pode surgir. O câmbio voltaria a se desvalorizar, juros longos retomariam alta e o índice da Bovespa cairia, revertendo parte das altas recentes. Esse último cenário estaria mais de acordo com a deterioração dos nossos fundamentos econômicos.

Na direção oposta, o ministro Mantega, em entrevista ao G1, em 2 de outubro de 2014, afirmava categoricamente: "A presidente Dilma não fará uma política neoliberal, uma política conservadora. Sabemos que

---

<sup>52</sup> Conforme Carvalho (2018, p. 147), "após fechar o ano de 2013 em 5,91%, a inflação medida pelo IPCA chegou em setembro de 2014 a 6,75% no acumulado em doze meses. Essa aceleração da inflação, em boa parte causada pela alta do dólar, se deu em meio a uma desaceleração da economia, que havia fechado o ano de 2013 com 3% de crescimento real, mas cresceu em 2014 apenas 0,5%, a menor taxa anual desde a crise internacional de 2008-9."

foi praticada no passado e não deu certo. Continuará com uma política desenvolvimentista, mas ela requer ajustes." Entretanto, após vencer a apertada disputa eleitoral, com apenas 51,6% dos votos, Dilma surpreendeu o país e anunciou Joaquim Levy, economista do Banco Bradesco e prócer da ortodoxia neoliberal, como o novo ministro da Fazenda. Era o sinal de que, contrariando tudo o que havia sido propagado em sua campanha, o governo cederia à austeridade econômica.

De fato, como observado por Mello e Rossi (2017), o objetivo do governo reeleito passaria a ser a retomada do tripé macroeconômico neoliberal. Com este objetivo, promoveria um ajuste econômico com medidas restritivas nas políticas fiscal, monetária, cambial, creditícia e em demais áreas de atuação do Estado. Nesse sentido, já em novembro de 2014, após aceitar o convite da presidente para assumir a pasta da Fazenda, Levy anunciara os planos para um ajuste fiscal rápido, divulgando as metas de obtenção de um superávit primário de 1,2%, em 2015, e de 2% em 2016 e 2017 (CARVALHO, 2018, p. 150). A lógica subjacente – tornada pública pelo ministro, em apresentação intitulada "Ajuste fiscal para o crescimento econômico", em 30 de março de 2015 – era de que a contração fiscal e monetária seria expansionista, o que se fundamentaria na recuperação das contas públicas e exigiria, para isso, cortes orçamentários. De acordo com esta estratégia, conforme elucidado por Mello e Rossi (2017, p. 26):

O aumento da poupança pública contribuiria para controlar o ritmo de aumento dos juros, que não estariam combatendo os efeitos da alta dos preços sozinhos; ao mesmo tempo, a melhoria dos resultados fiscais promoveria a retomada da confiança dos investidores produtivos e financeiros, reduzindo os juros longos e incentivando o investimento.

Como já assinalado, desde 2014 as contas públicas vinham se deteriorando com a perda de receitas e o aumento de gastos com juros nominais. Diante disso, a contração fiscal promovida por Levy reduziu o ritmo de crescimento dos gastos de 12,8%, em 2014, para 2,1% em 2015. Assim como no primeiro mandato de Dilma, o ônus dos cortes recaiu mais fortemente sobre os investimentos públicos, que tiveram uma queda de 29% durante a gestão de Levy (MELLO & ROSSI, 2017). Conforme elencado por Carvalho (2018, p. 150):

As medidas de ajuste divulgadas entre o fim de 2014 e o início de 2015 incluíam

uma redução de 58 bilhões de reais nos gastos com o PAC; uma economia de 18 bilhões pela alteração das regras para recebimento de seguro-desemprego, abono salarial ” “e auxílio-doença; uma receita adicional de 12,2 bilhões pelo aumento das alíquotas de PIS/Cofins e da Cide sobre combustíveis; uma arrecadação extra de 5,3 bilhões pela redução da desoneração da folha (aumento da alíquota de 1-2% para 2,5-4,5%) e de 5 bilhões pela volta do IPI para veículos, entre outras iniciativas de menor impacto arrecadatório.

Na prática, contudo, a contenção de gastos não apenas falharia em reverter a trajetória de deterioração das contas públicas como também – em conjunto com as demais medidas restritivas, que serão apresentadas nos parágrafos seguintes – provocaria uma forte redução das receitas do governo. De fato, o resultado primário piora em 2015, com as receitas públicas recuando em 6,3% e as despesas aumentando em 2,1%. Ao mesmo tempo, o déficit nominal também se agravaria, devido tanto ao aumento da taxa Selic quanto aos esforços do BCB para conter a desvalorização do real por meio de *swaps* cambiais. O resultado disso, como observado por Mello e Rossi (2017), é que a dívida bruta do governo dispara de 56% do PIB, em dezembro de 2014, para 65,5% do PIB um ano depois.

Ao longo desse período, em julho de 2015, a equipe econômica do governo ainda reduziria a meta de superávit primário de 1,2% para 0,15% do PIB, o que se mostrava necessário diante da projeção de recessão de 2% do PIB naquele ano - que, na realidade, viria a se concretizar em 3,8% - e da consequente diminuição das receitas daí decorrente. Desta feita, nas palavras de Carvalho (2018, p. 152), “nem o mais épico dos ajustes poderia levar o governo ao tal superávit de 1,2% do PIB”. No início de agosto, em meio a esse cenário turbulento, o governo propôs ainda uma revisão da meta do superávit primário de 2016 para um déficit primário de 0,5% do PIB. Assim como em 2015, o crescimento do PIB em 2016 seria negativo, de 3,6%, configurando até então a pior recessão da história do Brasil (IONANI & CUNHA, 2018).

No mesmo contexto, em conjunto com a contração fiscal, a política monetária do segundo governo de Dilma seria marcada pelo aumento da taxa de juros e pela retração da oferta de crédito. O aumento da Selic, que, em agosto de 2015, já chegaria a 14,25%, era tido como

necessário diante das pressões inflacionárias. Em 2015, a taxa de inflação, segundo o IPCA, fecharia o ano em 10,67%, o maior índice desde 2002. Como destacado por Carvalho (2018, p. 151), o aumento se deu, em grande parte, como reflexo do reajuste dos preços administrados, que, de forma brusca, cresceram 18,1% no ano. Com efeito, os maiores reajustes se verificaram nos setores cujos preços haviam sido mais controlados no âmbito da NME, a saber: 51% nas tarifas de energia elétrica e 20,1% no preço da gasolina – além do gás de bujão, que também sofreu uma alta de 22,6%.

Somando-se ao fim do represamento dos preços administrados, Mello e Rossi (2017, p. 30) apontam também para a forte desvalorização cambial como causa do aumento da inflação. Conforme os autores, a inflexão na política cambial, que fez com que a taxa de câmbio passasse a ser determinada pelos rumos ditados pelo mercado, teve como consequência "uma desvalorização de 50%, que resultou em enormes ganhos ao mercado e enormes custos fiscais, já que o resultado dos *swaps*, liquidados em reais, é incorporado na conta de juros e no déficit nominal". Paralelamente, a contração monetária também se fez sentir na esfera creditícia, com restrições a linhas de financiamento e elevação dos juros em empréstimos subsidiados.

O resultado da política de contração fiscal expansionista, foi, portanto, a configuração de um cenário de descontrole fiscal. É durante o ano de 2015 que o governo Dilma apresenta o pior quadro de deterioração das contas públicas, em meio ao aumento de gastos com juros e à recessão econômica que se estabeleceu. Tal cenário foi agravado pela adoção de uma política monetária contracionista, que não se mostrou capaz de reverter a tendência inflacionária. Conforme Mello e Rossi (2017, p. 30), "o efeito recessivo da política monetária foi visível ainda em 2015, mas seu impacto no controle de preços só passou a ser observado a partir de meados de 2016." Para piorar, o chamado "estelionato eleitoral" – associado ao fracasso da política econômica implementada – custaria caro à popularidade da presidente, cuja reprovação chegava, já em agosto de 2015, a 71%<sup>53</sup>.

O caos que se estabeleceu no plano da economia não pode, contudo, ser dissociado da crise política, que tomou proporções ainda maiores ao longo do segundo mandato de Dilma. A polarização político partidária, que se acentuou durante as eleições nas figuras do PT e do PSDB, daria origem ao que Singer (2018, p. 167) classificou como um

---

<sup>53</sup> Conforme noticiado pela Folha de S. Paulo (2015), uma pesquisa da Datafolha divulgada naquele mês demonstrava a popularidade da presidente em queda livre.

clima pós-eleitoral envenenado<sup>54</sup>, no qual a presidente encontraria sérias dificuldades para se relacionar com o congresso – o mais conservador, em matéria política e comportamental, desde a redemocratização do país (IONANI & CUNHA, 2018). Embora fuja ao escopo desta pesquisa uma análise mais aprofundada sobre a crise de governabilidade que se instaurou no segundo mandato de Dilma, o fato é que a política de austeridade econômica que o governo tentava implementar passou a ser minada por manobras e articulações de dentro da Câmara dos Deputados e do Senado Federal – onde sua própria base aliada passaria, na prática, a agir como oposição.

Uma figura proeminente neste contexto foi a do deputado Eduardo Cunha, do PMDB, com quem Dilma vinha tendo sérios atritos desde o governo Lula, quando a petista fora Ministra de Minas e Energia<sup>55</sup>. Em fevereiro de 2015, para a desgraça de Dilma e do PT, Cunha se tornou presidente da Câmara – derrotando, na eleição, o candidato apoiado pelo governo. A partir de então, o relacionamento da presidente com o Congresso, que sempre fora difícil devido ao seu perfil pessoal<sup>56</sup>, se deterioraria e assumiria um clima belicoso<sup>57</sup>. Tendo em vista as finalidades deste trabalho, dentre os inúmeros exemplos que se poderia extrair dessa realidade, destacam-se os que ficariam conhecidos como "pautas-bomba": enquanto o governo tentava reduzir suas despesas, em

---

<sup>54</sup> Já em 2014, imediatamente após a vitória petista no pleito presidencial, tendências golpistas podiam ser identificadas, com o candidato perdedor, Aécio Neves, do PSDB, questionando a infalibilidade da urna eletrônica (SINGER, 2018, p. 167).

<sup>55</sup> Na ocasião, Dilma, então ministra, tentou vetar nomes indicados por Cunha para assumir postos estratégicos em Furnas – que, diante do volume de recursos financeiros que opera, constitui alvo preferencial de políticos (SINGER, 2018, p. 182).

<sup>56</sup> Singer (2018) chega a se referir à inabilidade política de Dilma como "alergia a políticos". Ainda durante o primeiro mandato da presidente, uma campanha pelo "volta, Lula" se formou em meios políticos e do empresariado. Nesse contexto, líderes do PMDB, que compunha a base aliada do governo, manifestavam abertamente tal posição.

<sup>57</sup> Conforme narrado por Singer (2018, p. 207), um exemplo é quando o então ministro da Educação, Cid Gomes, foi gravado, na Universidade Federal do Pará, declarando que para muitos deputados "quanto pior, melhor para eles. Eles querem é que o governo esteja frágil porque é a forma de eles acharem mais, tomarem mais, tirarem mais, aprovarem as medidas impositivas." Antes de ser demitido, por exigência de Eduardo Cunha, o ministro se dirigiu a ele como "achacador", em plena tribuna na Câmara dos Deputados.

prol do ajuste fiscal, o Congresso agia no sentido de aumentá-las<sup>58</sup>, como forma de desgastar a gestão da presidente (SINGER, 2018, p. 213). As crises política, econômica e de governabilidade se mostravam, então, cada vez mais imiscuídas.

Singer (2018) apresenta uma análise detalhada de como Eduardo Cunha e seus – muitos – aliados na Câmara agiram também para desgastar a imagem da presidente perante a população – buscando associá-la, com apoio da grande mídia, a escândalos de corrupção, sobretudo relativos à Petrobras, no âmbito da Operação Lava-Jato. Na prática, em um contexto de recessão econômica, onde já no primeiro trimestre do ano o desemprego havia subido em mais de 50%, isto se traduziu na retomada das manifestações nas ruas a partir de agosto. Afastada de seu eleitorado após o estelionato eleitoral, sem apoio popular e sem sustentação no Congresso Nacional, a presidente teria também de lidar, ao longo de todo o ano de 2015, com articulações pelo seu impedimento. Esta realidade veio a se concretizar em 2 dezembro do mesmo ano, quando Cunha aceitou o pedido de *impeachment*<sup>59</sup> – dando início a um processo que se concluiria, com o fim precoce do mandato de Dilma, em 31 de agosto de 2016.

É potencializada por esse cenário político que a crise na economia seguia a todo vapor. Até o seu afastamento da presidência, que ocorreria de fato em 12 de maio de 2016, quando da autorização do processo de impedimento pelo Senado, o governo tentaria ainda algumas medidas inócuas para recuperar a economia. Em meados de dezembro, Dilma anunciou a substituição de Levy por Nelson Barbosa no Ministério da Fazenda, o que foi interpretado por analistas como uma opção por um maior gradualismo no ajuste fiscal. No breve período em que Barbosa comandou a economia, questões como uma reforma da Previdência e a limitação dos gastos públicos em proporção ao PIB foram ventiladas

---

<sup>58</sup> Um exemplo destacado por Singer (2018, p. 213) é quando Cunha, em represália à denúncia de corrupção pela Procuradoria Geral da República, coloca em votação uma proposta de reajuste em 60% dos salários de advogados, defensores públicos e delegados das polícias Federal e Civil.

<sup>59</sup> Como explicado por Carvalho (2018, p. 165), trata-se do que ficou conhecido como “pedalada fiscal”, isto é, “em vez de atrasar o pagamento aos beneficiários, o governo adiou o pagamento aos bancos públicos, que, por sua vez, pagaram os benefícios em dia”, o que foi enquadrado como crime de responsabilidade fiscal. Seguindo a elucidação da autora, “de acordo com a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), não é crime a população financiar o governo enquanto não recebe seus benefícios, mas é crime um banco público realizar operações de crédito para o próprio governo”

(CARVALHO, 2018, p. 159). Os desdobramentos políticos, no entanto, inviabilizariam a continuidade dos esforços do governo petista. Com as ruas inflamadas por novas manifestações – maiores do que as de junho de 2013 – e com o apoio de diversos setores da sociedade – inclusive a Fiesp – ao *impeachment*, o segundo mandato de Dilma foi logo interrompido.

Tendo em vista este panorama caótico no plano político, cabe retornar a algumas críticas da literatura quanto à estratégia de política econômica adotada pelo governo em seu segundo mandato. Conforme Oreiro e Agostini (2016), para se compreender a recessão que se abateu sobre a economia brasileira, torna-se necessário identificar os fatores que levaram à contração da demanda agregada a partir de 2015. Neste contexto, a compressão dos lucros, que já vinha se observando no primeiro governo Dilma, foi potencializada pelas medidas restritivas que impactaram no consumo da população, que viu sua renda diminuir com o aumento da inflação e do desemprego. Combinados a uma conjuntura internacional adversa – decorrente da piora nos termos de troca - e à crise política, o resultado foi, segundo os autores, a pior recessão no país desde o fim da II Guerra Mundial.

Mello e Rossi (2017, p. 31), por sua vez, explicam o fracasso da estratégia de austeridade tanto do ponto de vista de sua formulação quanto de sua execução. Segundo os autores:

Do ponto de vista da formulação, o diagnóstico de que a desaceleração econômica decorria da piora dos indicadores fiscais, exigindo assim um forte “ajuste” das contas públicas, ignorava as origens reais da desaceleração econômica, que advinham de uma deterioração do cenário externo, do ambiente político e seus impactos na rentabilidade das empresas. Do ponto de vista da execução, sua ênfase no corte de investimentos e no aumento de juros se mostrou profundamente danoso para o crescimento econômico e para a saúde financeira das empresas.

Finalmente, Bugarin (2017) busca entender as razões de Dilma, com Tombini e Levy, ter falhado em reconquistar a confiança dos mercados e da sociedade, no segundo governo – estabelecendo uma comparação com as circunstâncias semelhantes nas quais Lula, com Meirelles e Pallocci, teve êxito em 2003. A partir da teoria econômica da

sinalização<sup>60</sup>, o autor aponta duas explicações para o fracasso. A primeira, relativa à falha em reconquistar a confiança do mercado, diz respeito à composição de sua equipe econômica:

Parecia que a presidente Dilma buscava, por um lado, uma política fiscal ortodoxa ao nomear Levy, mas também parecia que manteria fora de controle os gastos, com Barbosa no Planejamento, e a inflação, com Tombini no BCB. Tornava-se, pois, desde o anúncio da equipe, praticamente impossível sinalizar uma mudança de rumo com apenas 1/3 da equipe verdadeiramente renovada.

Já a segunda explicação está relacionada à experiência recente que a presidente havia tido na condução da economia – em oposição ao que ocorrera com Lula, cuja capacidade como condutor da economia nacional ainda não era conhecida quando assumiu. Dessa forma, "não havia como aplicar o mecanismo de sinalização nesse contexto e, naturalmente, a nova equipe econômica não conseguiu reverter as expectativas negativas" que pairavam sobre sua capacidade administrativa. O resultado, por fim, foi a falta de confiança de que as políticas implementadas trariam resultados positivos.

### 3.7 O DEBATE DESENVOLVIMENTISTA: ALGUMAS CONSIDERAÇÕES

Embora o segundo mandato de Dilma tenha sido pautado por políticas de austeridade econômica, há um amplo debate, na literatura, acerca do caráter desenvolvimentista das políticas implementadas em seu primeiro governo – a partir do qual se pode extrair considerações relevantes para os propósitos desta pesquisa. Isto posto, convém apresentar algumas das perspectivas que se propõem a explicar o viés desenvolvimentista – ou contestá-lo – das políticas que nortearam a NME.

---

<sup>60</sup> Conforme Bugarin (2017), trata-se de uma teoria com base na Economia da Informação, que considera que "alguns agentes possuem informação que lhes é privada, portanto, não observada pelos demais agentes." Desse modo, a sinalização consiste em "um mecanismo de transmissão de informação para convencer um agente desinformado de que ele deve tomar uma decisão melhor para o agente informado. No entanto, esse mecanismo tem que ser crível, para que o agente informado aceite mudar sua atitude."

Para Singer (2015, 2018), por exemplo, as medidas levadas a cabo pelo governo Dilma, nesse âmbito, consistiram no que o autor chamou de "ensaio desenvolvimentista" – com a palavra "ensaio" servindo para sinalizar que o projeto não se concretizou.

A concepção de desenvolvimentismo considerada pelo autor, por sua vez, fundamenta-se no conceito desenvolvido por Bielschowsky (1995), que o apresenta, em linhas gerais, como uma estratégia de desenvolvimento segundo a qual: i) a industrialização integral é via de superação da pobreza e do subdesenvolvimento; ii) para alcançá-la, é imprescindível que o Estado a planeje; iii) tal planejamento deve definir a expansão desejada dos setores econômicos e os instrumentos para este fim; iv) o Estado deve também operacionalizar e prover financeiramente os recursos para os setores em questão. São esses os elementos, por conseguinte, que Singer (2015; 2018, p. 41) identifica no plano elaborado por Dilma, permitindo caracterizá-lo como desenvolvimentista.

Paralelamente, observa-se na academia brasileira a ascensão de duas correntes desenvolvimentistas que visam a atualizar o conceito e torná-lo viável à realidade brasileira, a saber: o novo-desenvolvimentismo e o social-desenvolvimentismo. Conforme o panorama das duas vertentes apresentado por Santos, Paula e Marco (2018, p. 12), o social-desenvolvimentismo baseia-se em um "crescimento puxado pelo aumento da participação dos salários na renda nacional, em que o crescimento dos salários é um fator indutor dos investimentos e dos lucros", de modo que as políticas defendidas, nesta corrente, consistem em políticas salariais, de transferência de renda e de financiamento à industrialização, por exemplo. Já o novo-desenvolvimentismo, de forma resumida, estaria voltado a uma estratégia de *catching up* industrial, com foco nas exportações de manufaturados cada vez mais sofisticados, o que possibilitaria a geração de melhores empregos com maiores salários. Desta feita, tornar-se-ia imprescindível reverter a situação de juros altos e sobrevalorização cambial que caracterizaria a economia brasileira desde a década de 1990.

Segundo Santos, Paula e Marco (2018), os governos do PT, de forma geral, teriam se aproximado mais da concepção social-desenvolvimentista, ainda que, durante o primeiro mandato de Dilma, possa-se perceber um esforço de mudança de rumo para o novo-desenvolvimentismo. Com efeito, Bresser-Pereira (2013), um dos analistas desta corrente, avaliou que a NME realmente se coadunava com os pressupostos novo-desenvolvimentistas. Ainda que extrapole os objetivos desta seção retratar de forma mais completa a perspectiva

desenvolvimentista do governo Dilma, torna-se claro, a partir dos exemplos citados, que a mesma ecoou entre os analistas do período.

Em contraposição, contestações a tais visões também marcam o debate. Paulani (2017), por exemplo, questiona o caráter desenvolvimentista da NME, uma vez que a mesma, consistindo em uma "aposta da retomada do investimento privado", teria carecido de um efetivo projeto nacional de industrialização liderado pelo Estado – que tampouco rompeu com a institucionalidade voltada à valorização financeira do capital instaurada no país desde a década de 1990. Conforme a autora (2017, p. 153):

Tomados em seu conjunto, os anos petistas revelam, portanto, um caráter errático e enorme oscilação: fidelidade integral, de início, aos cânones da prescrição ortodoxa (anos Palocci), inspiração Desenvolvimentista na sequência (anos PAC), reação embaralhada de ortodoxia com heterodoxia, mas certamente menos Desenvolvimentista que a etapa anterior, no primeiro período de Dilma, e novamente um retorno forte à ortodoxia nos últimos 16 meses de governo petista (com Joaquim Levy assumindo o Ministério da Fazenda). Ora, esse vaivém, esse bate-cabeça é a prova maior de que não se pode rotular de Desenvolvimentistas os anos petistas, porque é a prova maior de que faltava aí um projeto nacional – de preferência nacional, popular e democrático, que tivesse permitido, desde seu início, o planejamento da intervenção econômica.

Ao mesmo tempo, Carvalho (2018, p. 130) lembra que “difícilmente se atribui a alcunha de desenvolvimentista a um modelo em que os investimentos públicos em infraestrutura não são protagonistas.” É interessante notar, em suas críticas à perspectiva desenvolvimentista do governo Dilma, que a autora propõe comparações com governos que em nada se alinham com tal lógica:

Se considerarmos que, além disso, a política econômica privilegiou a redução de impostos como forma de estímulo ao crescimento, talvez seja mais fácil compará-la com a estratégia promovida

por Ronald Reagan na década de 1980 ou com as propostas de reforma tributária de Donald Trump do que, por exemplo, com a atuação do governo chinês nas últimas décadas.

Na direção oposta, Singer (2015; 2018, p. 46), por seu turno, entende que “alguma pesquisa futura deveria comparar o primeiro mandato de Dilma com o do general Ernesto Geisel (1974-8) – último período de nítido ativismo estatal no longo ciclo que vinha de 1930 e terminou em 1980 – para identificar eventuais semelhanças.”

É a mera existência do debate apresentado, por conseguinte, que desponta como relevante à presente pesquisa. Isto porque as divergências elencadas demonstram que o primeiro governo Dilma rompeu, em um nível mais alto do que já vinha ocorrendo, com o receituário difundido pelo Consenso de Washington – independentemente de se poder, a partir disso, classificá-lo ou não como desenvolvimentista. É com base na percepção dessa realidade que a análise proposta no capítulo seguinte se desenvolverá.

### 3.8 CONCLUSÃO

Entre 2011 e 2016, os governos de de Dilma Rousseff assumiram uma trajetória errática, estreitamente relacionada aos desdobramentos econômicos e políticos internos e externos ao país. Em seu primeiro mandato, a tentativa de implementação da NME suscitou reações que, potencializadas por seus próprios fracassos e por uma conjuntura internacional adversa, originaram um clima de instabilidade política e econômica que estreitou a margem de manobra do governo. A partir das eleições de 2014 e da guinada à direita de seu governo, um cenário de crise rapidamente se abateu sobre a realidade brasileira. Desta feita, em meio a uma recessão econômica, a levantes sociais e a uma crise de governabilidade, um controverso *impeachment*, gestado ao longo de todo seu segundo mandato, encurtou o segundo governo da presidente. De forma sumarizada, alguns dos principais eventos que marcaram o governo Dilma e que foram apresentados neste capítulo podem ser observados no quadro a seguir.

QUADRO 2: UM PANORAMA DO GOVERNO DILMA (2011-2016).

Ano	Governo Dilma: sumarização de eventos ocorridos entre 2011 e 2016
2011	- Primeiro semestre de governo com medidas econômicas restritivas;
2012	- Lançamento da NME; - Conjuntura internacional favorável, segundo teoria de Campello (2015).
2013	- Fracasso e desmonte da NME; - Gradual reversão da conjuntura internacional favorável; - Levantes sociais em junho de 2013;
2014	- Escândalos de corrupção e investigações judiciais; - Deterioração das contas públicas; - Polarização política na corrida eleitoral; - Reeleição.
2015	- Guinada à direita na condução da política econômica; - Estelionato eleitoral e perda de apoio popular; - Conjuntura internacional adversa.
2016	- Crises política e de governabilidade; - Fracasso da política econômica; - Investigações judiciais; - <i>Impeachment</i> .

Fonte: Elaboração do autor.

Este capítulo buscou, assim, apresentar uma narrativa sobre tal período dotada dos elementos que se colocam como necessários – levando-se em conta os objetivos desta dissertação – à compreensão de seus principais eventos. Diante da profundidade e da atualidade dos mesmos, no entanto, ressalta-se que não se teve a pretensão de promover uma descrição completa dos governos de Dilma, o que – ainda que fosse viável – fugiria ao propósito deste trabalho e exigiria o ingresso em debates acadêmicos ainda longe de estarem finalizados. Isto posto, esta pesquisa volta-se agora à inserção, na narrativa apresentada, dos atores que, conquanto frequentemente negligenciados em análises sobre o tema, oferecem novas perspectivas à compreensão dos eventos descritos e que constituem o cerne do presente trabalho: as agências de *rating*.



## 4 A ATUAÇÃO DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO AO LONGO DOS GOVERNOS DE DILMA ROUSSEFF (2011-2016)

### 4.1 INTRODUÇÃO

Esclarecido o papel desempenhado pelas agências de *rating* na globalização financeira e estabelecido o cenário em que atuaram ao longo dos governos de Dilma, este capítulo tem como objetivo apresentar evidências que confirmem a hipótese de que as agências atuam – tendo como referência o estudo do caso do Brasil, no período em questão – de modo a pressionar governos a se adequarem aos preceitos neoliberais do Consenso de Washington. Como já assinalado no capítulo introdutório, isto será feito a partir da descrição e da análise dos materiais representativos das três vias de atuação utilizadas pelas agências, a saber: o *rating* soberano, os relatórios emitidos e suas manifestações em canais de mídia. Desta feita, a verificação da hipótese, a partir do caso do Brasil, passará pela análise desses dados à luz das teorias apresentadas no primeiro capítulo, que serão então parcialmente retomadas.

Isto posto, convém destacar que, ao longo da década de 1990, o Brasil firmou contrato com as três agências levadas em consideração nesta pesquisa – S&P, Moody's e Fitch (TESOURO NACIONAL, 2018). Trata-se, conforme assinalado no primeiro capítulo, do período em que ocorreram movimentos de abertura econômico-financeira do país, que ingressou nos mercados internacionais de débito e passava então a apresentar a demanda pelos serviços dessas empresas. Estes, por seu turno, passariam a ganhar destaque a partir da quitação da dívida brasileira com o FMI, durante o governo Lula, passando então a caber às agências de *rating* o papel de disciplinar o país conforme os interesses do capital internacional (DE CONTI, 2015).

Nesse contexto, como observado por Ywata (2012, p. 227), o governo Lula adotou como estratégia o não enfrentamento das agências e a perseguição do grau de investimento para o Brasil. Ao longo de 2008 e de 2009, em seu segundo mandato, o país recebeu, assim, o selo de bom pagador atribuído pelas três empresas, com sua nota de risco ascendendo ao grau de investimento. É em meio a esse cenário que o governo Dilma se iniciou desfrutando dos melhores *ratings* da história brasileira, que vinham em uma trajetória ascendente desde que o PT assumira a presidência. Durante seus mandatos, contudo, a tendência se reverteria, no contexto de crise que se abateu sobre o Brasil. Tais desdobramentos serão detalhados e esclarecidos a partir das seções subsequentes.

4.2 DAS AGÊNCIAS DE *RATING* SOBRE O BRASIL DE DILMA

Esta seção se propõe a descrever a atuação das agências de *rating* com base nos materiais supracitados, destacando-se neles os elementos de maior relevância para os propósitos desta dissertação. Com esta finalidade, opta-se também por dividir o governo Dilma em três diferentes etapas, que, como será apresentado, possuem marcadas diferenças entre si quanto à atuação das agências – ao passo em que, nos períodos contemplados por cada uma delas, é possível perceber uma certa convergência no modo de atuar das empresas. Conforme os gráficos 3, 4 e 5<sup>61</sup>, a seguir, a descrição proposta permitirá constatar que a trajetória do *rating* brasileiro seria reflexo dos desdobramentos do governo Dilma como um todo, acompanhando, por conseguinte, a trajetória de deterioração dos cenários político e econômico que se buscou apresentar no capítulo anterior.

GRÁFICO 3: BRASIL: CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DE ACORDO COM A S&P (2010-2016).



Fonte: Elaboração própria a partir de dados disponíveis na página *online* do Tesouro Nacional (2018).

<sup>61</sup> Os gráficos incorporam o ano de 2010 para que se possam observar os primeiros movimentos do *rating* brasileiro ocorridos no governo Dilma em relação aos últimos do governo Lula. As datas apresentadas ao longo do movimento das curvas indicam o dia em que ocorreu a mudança do *rating* soberano.

GRÁFICO 4: BRASIL: CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DE ACORDO COM A MOODY'S (2010-2016).

	Moody's	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Grau de Investimento	Baa1							
	Baa2							
	Baa3	Baa3	Baa3	Baa2	Baa2	Baa2	Baa3	
Grau especulativo	Ba1							
	Ba2							Ba2
	Ba3							
	B1							

Fonte: Elaboração própria a partir de dados disponíveis na página *online* do Tesouro Nacional (2018).

GRÁFICO 5: BRASIL: CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DE ACORDO COM A FITCH (2010-2016).

	Fitch	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Grau de Investimento	BBB+							
	BBB		BBB	BBB	BBB	BBB		
	BBB-	BBB-						
Grau especulativo	BB+						BB+	
	BB							BB
	BB-							
	B+							

Fonte: Elaboração própria a partir de dados disponíveis na página *online* do Tesouro Nacional (2018).

#### 4.2.1 2011-2012: Manutenção da trajetória ascendente

O clima positivo que marcou a transição do governo de Lula para o de Dilma, apontado no capítulo anterior, refletiu-se também na tendência da classificação de risco do Brasil. Com efeito, as expectativas para que o *rating* brasileiro seguisse em sua trajetória ascendente durante o governo Dilma já eram explícitas desde 2010, quando, tanto governo quanto agências, manifestavam-se nesse sentido. Em abril daquele ano, por exemplo, Mantega declarou que "poderíamos ter *ratings* melhores" e que estava "conversando com as agências". Ao mesmo tempo, Henrique Meirelles, que comandou o BCB até o final do governo Lula, considerava que "depois de o Brasil sair da crise mais forte do que entrou e mais forte do que muitos países, a tendência é que os *ratings* brasileiros sejam

melhorados."<sup>62</sup> Corroborando estas observações, em junho de 2010, a Fitch alterou a perspectiva de nota do país para positiva – juntando-se à Moody's, que já o havia feito em 2009. Conforme noticiado pela Folha de S. Paulo (2010), a empresa destacou a pronta recuperação da economia brasileira em meio à crise global, mas alertou que o alto crescimento econômico exigiria que o novo governo adotasse medidas restritivas para conter pressões inflacionárias.

O primeiro ano de mandato de Dilma viria, de fato, a confirmar as boas expectativas. Já em abril de 2011, a Fitch promoveu a ascensão do *rating* brasileiro dentro do grau de investimento, de BBB- para BBB. Em junho, foi a vez da Moody's fazer o mesmo, elevando a nota de Baa3 para Baa2 e a mantendo com uma perspectiva positiva. No relatório divulgado no dia 20 daquele mês, a empresa justificava a ação com base nas medidas restritivas – descritas no capítulo precedente – então implementadas pelo governo para arrefecer a expansão do PIB. Com efeito, o comunicado não deixou de criticar o expansionismo fiscal adotado ao final do governo Lula, que, segundo a Moody's, levava a um crescimento econômico acima da tendência - como já visto, de 7,5% - e acelerou pressões inflacionárias, o que foi avaliado como um superaquecimento da economia. Assim, a despeito de tal realidade ser colocada como contraproducente à nota de crédito do país, o comprometimento do governo Dilma em adotar uma política conservadora foi visto como positivo, como se pode depreender do seguinte excerto do relatório em questão:

O atual governo está no poder há aproximadamente seis meses. Sua estratégia e planejamento econômico foram definidos com detalhes suficientes para chegarmos a uma conclusão final. Desde que assumiu o controle do país, em janeiro de 2011, o novo governo tem demonstrado uma nítida intenção de ajustar as políticas a fim de resolver os problemas de superaquecimento que surgiram. Os principais elementos da estratégia do governo envolvem uma

---

<sup>62</sup> Conforme noticiado pela Folha de S. Paulo, em 14 de abril de 2010, essas declarações foram dadas no âmbito na CPI da Dívida Pública. Na mesma ocasião, Mantega cobrou das agências que o Brasil obtivesse uma avaliação melhor do que a da Grécia, país que já apresentava sinais de deterioração fiscal e que em breve ingressaria em uma grave crise econômica.

mudança em direção a uma postura política fiscal neutra – sustentada por cortes de despesas – bem como um grupo de políticas fiscais/monetárias mais balanceado do que no passado. Com ambos o Ministro da Fazenda e o Banco Central colocando a economia na mesma direção, o Brasil tem se movido rumo a uma trajetória de crescimento que, embora seja mais baixa, pareça ser mais coerente com um cenário sustentável.

Cabe também notar, neste contexto, o que a empresa considera como um "baixo risco de evento político" que caracterizaria a realidade brasileira. Este atributo é explicado como sendo "a reduzida relevância da política na conduta das políticas econômicas" – o que se coaduna com o receituário do Consenso de Washington, que norteia a atuação das agências de *rating*. Como sugerido pelo panorama apresentado no capítulo anterior, contudo, trata-se de um aspecto que se reverteria ao longo do governo Dilma, em especial em seu segundo mandato, marcado por fortes instabilidades políticas.

O segundo semestre de 2011 assistiria ainda à melhora atribuída pela S&P à nota de crédito da dívida brasileira. Em novembro daquele ano, a maior das três principais agências de classificação de risco elevou o *rating* do país de BBB- para BBB, consolidando a escalada brasileira no grau de investimento, com o respaldo das três grandes empresas do ramo. De acordo com a nota divulgada pelo Ministério da Fazenda (2011), a melhora da avaliação era "um reconhecimento de que a política econômica encontra-se na direção correta e de que são sólidos os fundamentos macroeconômicos do País". O primeiro ano de governo Dilma se encerrava, assim, com o selo de aprovação do sistema financeiro internacional, simbolizado pela elevação do *rating* brasileiro por Fitch, Moody's e S&P.

Seguindo esta tendência, 2012 seria o ano da afirmação do perfil de risco do Brasil, com a manutenção da nota atribuída pelas três agências no ano anterior. Já em janeiro, a revista Euromoney (2012) destacava o fortalecimento do *rating* brasileiro em contraste com a tendência mundial observada na esteira da crise econômica global – sobretudo a relativa aos países europeus. De fato, de acordo com a reportagem, a resiliência da economia brasileira em meio à conjuntura de crise era apontada por Sebastian Briozzo, analista da S&P, como responsável pela melhora nas avaliações. Ainda segundo Briozzo, a expectativa era que o governo

seguisse investindo em "uma política monetária cautelosa, que, combinada com a crescente resiliência econômica, deveria moderar o impacto de choques externos e sustentar prospectos de crescimento no longo prazo"<sup>63</sup>.

No dia 20 de junho, a Moody's divulgou um novo relatório sobre a análise de crédito do Brasil, avaliando as principais fortalezas da economia do país e seus maiores desafios. As conclusões do estudo – que, em geral, incorporou a perspectiva positiva atribuída pela empresa ao *rating* brasileiro no ano precedente – baseavam-se em quatro fatores, a saber: "força econômica"; "força institucional"; "força financeira do governo"; e "susceptibilidade a riscos". Para a agência, naquele período, a força econômica do Brasil era "alta". Apontando para o tamanho da economia brasileira, a sexta maior do mundo em 2012, a empresa destacava sua diversidade produtiva e seu amplo mercado doméstico como positivos para o perfil de crédito soberano. Figuravam também entre os aspectos positivos elencados os avanços obtidos pelos governos petistas em termos de aumento e de distribuição de renda, que resultaram na "emergência do que vem sendo chamado de uma nova classe média" e no fortalecimento, assim, do mercado doméstico. Entretanto, a Moody's apontou como uma fraqueza estrutural os baixos índices de investimento na economia brasileira, sobretudo quando comparados com os de países com a mesma avaliação. Como apresentado no capítulo anterior, o governo, neste período, já buscava, através da NME, estimular o setor privado para romper com esta tendência.

A força institucional, por sua vez, era considerada pela empresa como "entre moderada e alta". Dentre os critérios considerados neste âmbito, convém destacar o de "qualidade regulatória", considerado como o de maior fragilidade no perfil institucional brasileiro. Segundo a agência, este critério mede a "habilidade do governo para formular e implementar políticas e regulações que promovam o desenvolvimento do setor privado" – outro ponto, por conseguinte, sensível aos futuros desdobramentos da NME. Em contrapartida, despontava como uma fortaleza do país o "controle da corrupção", com a presidente Dilma desfrutando de uma imagem positiva perante à população quanto a este tema. O ponto mais valorizado pela empresa, no entanto, era a continuidade do tripé macroeconômico neoliberal, que perpassava os

---

<sup>63</sup> Tradução do original: "*We expect the government to pursue cautious monetary policies that, combined with the country's growing economic resilience, should moderate the impact of potential external shocks and sustain long-term growth prospects*" (EUROMONEY, 2012).

governos de FHC e de Lula e que era, até aquele momento, reafirmado pelo governo Dilma. Para a Moody's, a manutenção dos princípios norteadores da política econômica se lastreava em um "amplo consenso político e social, que então sustentava a continuidade política e aumentava sua previsibilidade".

Já a força financeira do governo era vista, não obstante, como "de baixa para moderada". A principal fraqueza neste quesito eram os crescentes gastos primários em proporção ao PIB, que estavam bem acima da média de outros países pertencentes à mesma categoria de nota: em torno de 40% do PIB contra uma média de 28%. Ao mesmo tempo, contudo, uma característica distintiva do Brasil seriam as altas receitas do governo, de cerca de 36% do PIB, o que foi destacado como positivo pela empresa – dadas as elevadas despesas – e estaria em níveis comparáveis aos de países mais ricos.

Finalmente, a Moody's descrevia como "moderada" a suscetibilidade brasileira a eventos de risco político ou econômico. No caso do risco político, a empresa lembrou a reeleição de Lula, em 2006, e a eleição de Dilma, em 2010, que conferiram solidez ao consenso em torno dos princípios gerais para a condução da economia do país.

Ademais, os riscos de natureza econômica seriam mitigados pela diversidade da pauta produtiva brasileira, que, em comparação com a de demais países da América Latina, fazia com que as receitas do governo fossem menos vulneráveis a variações nos preços de *commodities*. Outro ponto levantado pelo relatório eram as elevadas reservas internacionais que o país acumulava, de cerca de U\$300 bilhões, que serviriam para amortecer eventuais choques externos – e reforçavam, portanto, a confiança de que a economia brasileira desfrutava em nível internacional.

No mesmo sentido, em artigo publicado no inverno de 2012, Lisa Schineller (2012), analista da S&P, elogiava a trajetória recente da economia brasileira. Desconstruindo a retórica de que o sucesso econômico do país decorria da demanda por seus recursos naturais, a autora lembrou que a consolidação institucional do Brasil, com raízes na Constituição de 1988 e que perpassava governos de distintas orientações ideológicas, criou as condições para o estabelecimento do clima de confiança em sua economia. Nesse contexto, dentro dos parâmetros do tripé macroeconômico lançado pelo governo FHC, as políticas de dinamização do mercado doméstico implementadas pelos governos petistas, em especial as voltadas à valorização do salário mínimo e ao acesso ao crédito, eram sustentáculos da condição de credibilidade desfrutada pelo país. Schineller (2012), alertava, contudo, quanto à persistência da sobrevalorização do real e das altas taxas de juros, que

constituíam desafios estruturais ao crescimento do PIB e à competitividade da economia nacional. Ao mesmo tempo, demonstrava confiança - diante do histórico recente de políticas bem-sucedidas - de que o país encontraria caminhos para superar tal realidade. Em outras palavras, diante do esforço incorporado pela NME em prol da superação desses dois obstáculos, pode-se considerar que a analista da S&P endossava a estratégia até então adotada pelo governo Dilma – cujos pilares, como visto do capítulo anterior, eram a redução dos juros e a desvalorização do real.

Em relatório divulgado no dia 21 de novembro de 2012, a Moody's voltou a reafirmar tanto a nota quanto a perspectiva positiva relativa ao *rating* brasileiro, alinhando-se à manifestação da S&P. Na ocasião, a empresa também destacou o processo de fortalecimento do mercado doméstico que se vinha observando ao longo dos governos petistas, o que despontaria como determinante para o futuro crescimento da economia. Ademais, a empresa elogiou as medidas implementadas pelo governo no âmbito da NME, em especial a redução dos juros e a política de desonerações. Neste caso, segundo o comentado pela agência:

A decisão do governo de reduzir os impostos representa um afastamento das práticas anteriores. Caso sejam mantidas, as reduções poderiam impactar significativamente o desempenho econômico visto que a elevada carga de impostos do Brasil tem sido considerada um impedimento para o crescimento e para investimentos; a redução dos impostos sobre os salários é particularmente relevante nesse caso, já que a redução dos custos com salários poderia fortalecer a posição competitiva geral do país.

Apesar do tom ainda positivo quanto aos desdobramentos no plano econômico do país, o relatório já apresentava preocupações acerca do crescimento da economia, que, conforme colocado, estava "notavelmente abaixo das expectativas, com o PIB apresentando uma taxa anual média de aproximadamente 2% em 2011 e 2012, e ainda sem indicação de uma mudança para taxas mais em linha com a tendência de crescimento do país, de 4%." Quando a este tema, a empresa já diagnosticava "um baixo crescimento da produtividade na manufatura, que - se não for corrigido - poderia impactar adversamente o potencial de crescimento e a posição competitiva do país nos próximos anos."

Entretanto, seguiu reiterando o potencial de resiliência econômica sustentado nas reservas internacionais acumuladas, nos fortes índices de capital dos bancos, da exposição limitada à moeda estrangeira no balanço do governo e do bom histórico de gestão de políticas eficientes – conforme elencado no relatório anterior.

Menos de um mês depois, foi a vez de a S&P divulgar um novo relatório no qual a queda dos investimentos era apontada como causa da forte desaceleração do crescimento econômico do país. Segundo a empresa, que afirmava a nota anteriormente atribuída, a perspectiva para o *rating* brasileiro era estável, o que então refletia o "comprometimento dos governantes com políticas econômicas prudentes, assim como as dificuldades associadas à obtenção de índices maiores e sustentáveis para o crescimento do PIB."<sup>64</sup> Quanto a este objetivo, o tom do relatório já se mostrava mais crítico ao governo: "a falta de dinamismo econômico levanta questionamentos acerca da capacidade e da vontade da administração para continuar sustentando os parâmetros que lograram consolidar a estabilidade econômica no Brasil."<sup>65</sup> Ao mesmo tempo, contudo, a agência destacava que a agenda de reformas microeconômicas voltadas a estimular os investimentos e, conseqüentemente, a expansão do PIB, poderia fazer com que a avaliação do país melhorasse futuramente. Em outras palavras, embora seguisse avalizando as principais estratégias da NME, o relatório da S&P já incorporava um tom dúbio em relação à atuação do governo - o que apenas se acentuaria no biênio seguinte.

#### 4.2.2 2013-2014: Período de inflexão e de oposição eleitoral discreta

A partir de 2013, a trajetória ascendente do *rating* brasileiro, que se verificava desde 2003, quando da chegada do PT à presidência da república, seria interrompida. Como apresentado no capítulo anterior, trata-se de um ano crítico para o governo Dilma como um todo, sobretudo diante das instabilidades políticas desencadeadas no mês de junho – que, para Singer (2018, p. 287), pode ser considerado como o divisor de águas do governo da petista. Sintomaticamente, é precisamente no mês de junho

---

<sup>64</sup> Tradução do original: "*commitment to a prudent economic framework, as well as the difficulties associated with reaching a higher level of sustainable GDP growth.*"

<sup>65</sup> Tradução do original: "*The lack of economic dynamism raises questions about the Administration's ability and willingness to continue to support the parameters that successfully anchored economic stability in Brazil.*"

que, depois de mais de uma década, o primeiro sinal negativo referente ao *rating* brasileiro apareceria, sinalizando o ponto de inflexão que representaria em sua trajetória. No dia 6 daquele mês, em novo relatório, a S&P anunciou a alteração da perspectiva do *rating* brasileiro para negativa. Na ocasião, a empresa destacava o risco que o baixo nível de crescimento da economia representava para a ocorrência de "deslizes fiscais" e para o aumento na carga de endividamento do governo. Com efeito, conforme o comunicado:

O lento crescimento do PIB do Brasil e o contínuo risco de uma política fiscal expansionista (incluindo as medidas fora do orçamento) que enfraquecem o perfil financeiro do país poderiam, na ausência de ações corretivas, resultar em um desempenho fiscal mais fraco e aumento na carga de endividamento do governo. [...] Poderemos rebaixar os *ratings* de crédito nos próximos dois anos se o crescimento da economia brasileira continuar lento, se seus fundamentos fiscais externos se enfraquecerem e se sua política econômica sofrer alguma perda de credibilidade, dados os sinais ambíguos, e se diminuïrem a capacidade do Brasil de gerenciar um choque externo.

No mês seguinte, não obstante, a Fitch transmitiria uma mensagem menos pessimista acerca da nota do país, que, para a agência, deveria permanecer estável dentro do grau de investimento. Neste relatório, divulgado no dia 18 de julho, a empresa admitia que as incertezas políticas já afetavam o clima para os negócios e a "confiança do mercado". Entretanto, observava também que o aperto monetário, a maior flexibilidade cambial e a nova ênfase na disciplina fiscal que vinham sendo implementados eram políticas no rumo correto e que demonstravam o comprometimento do governo com a estabilidade. Ademais, para embasar a avaliação, a Fitch partia de algumas premissas otimistas acerca de questões exógenas, a saber: i) considerava que, a despeito da desaceleração do crescimento chinês, os preços das *commodities* se manteriam num patamar relativamente alto; ii) considerava que a diminuição dos estímulos monetários na economia estadunidense não seria capaz de gerar grandes impactos na economia brasileira; iii) não acreditava que a onda de protestos ocorridos no mês de

junho ameaçaria a governabilidade – o que, diante dos desdobramentos futuros, mostrar-se-ia uma aposta equivocada.

Em 2 de outubro, contudo, foi a vez da Moody's promover uma ligeira piora na avaliação brasileira, com a mudança da perspectiva do *rating* do país de positiva para estável. Um ponto a se ressaltar no relatório divulgado é a menção à "deterioração na qualidade de divulgação das contas do governo" – em referência à "contabilidade criativa", mencionada no capítulo anterior – como um dos fatores que levaram à piora da perspectiva. Ao mesmo tempo, voltou-se a destacar o "longo período de baixo crescimento econômico", associado aos índices ruins de investimento. De acordo com o comunicado, "uma deterioração sensível no sentimento do investidor, conforme evidenciado pela tendência declinante no Índice de Confiança do Empresariado, limita ainda mais a capacidade da economia brasileira para retornar, no curto prazo, ao crescimento dentro da tendência." Por fim, a empresa alertava que "as métricas de crédito estão deteriorando, especialmente a relação dívida do governo/PIB e o investimento/PIB, que estão mais fracas que aquelas apresentadas por outros países na categoria Baa".

Poucos dias depois, uma reportagem da revista Exame (2013) noticiava uma cobrança da analista da S&P, Lisa Schineller, para que o governo tomasse ações efetivas voltadas a recobrar a confiança dos investidores: "esses sinais são muito importantes, mas precisam ser amparados por ações reais". Segundo a reportagem, a presidente Dilma estaria repensando a estratégia econômica de seu governo, "alterando sua posição para agradar às agências de *rating* e aos investidores", o que teria motivado a manifestação. De fato, conforme analisado no capítulo anterior, o segundo semestre de 2013 já passou a ser caracterizado pela postura errática que o governo Dilma adotou após a onda de manifestações de junho, tentando agradar a ambos os lados de um espectro político cada vez mais polarizado. É neste contexto, como observado por Boito Jr. (2016), que as agências de classificação de risco passariam a se evidenciar como atores proeminentes do campo neoliberal ortodoxo em sua ofensiva contra o governo petista.

Em 14 de novembro, quase seis meses depois de rebaixar a perspectiva da nota brasileira para negativa, a S&P voltou a se manifestar, publicando um documento no qual respondia às "perguntas mais frequentes" relativas ao *rating* soberano do Brasil. No documento, a empresa voltou a cobrar ações do governo, dada a perspectiva negativa que tinha sobre a avaliação do país, sempre reiterando que a movimentação da nota dependeria das políticas adotadas. Com efeito, a S&P voltou a ressaltar a percepção geral das agências de que o cenário

externo desfavorável não poderia gerar riscos suficientes para acarretar um rebaixamento da nota. Em outras palavras, a responsabilidade, caso isto viesse a ocorrer, seria das políticas implementadas pelo governo. Conforme o comunicado:

Como sempre, o futuro desempenho do *rating* continuará dependendo, fortemente, das decisões das autoridades brasileiras. Diferentes administrações e formadores de políticas, bem como a sociedade como um todo, tem feito esforços significativos para melhorar a estabilidade macroeconômica ao longo do tempo. Qualquer mudança potencial no *rating* continuará dependendo de como o governo vai sustentar tais esforços daqui por diante.

Em linhas gerais, o documento incorporou o tom de pressão sobre o governo que já havia sido sinalizado por Schineller, na declaração divulgada anteriormente na Exame (2013). Ao comentar sobre a evolução do quadro do país desde o último relatório divulgado, a S&P considerou que "a recente deterioração do desempenho fiscal mensal do Brasil confirmou nossa visão cautelosa sobre os riscos fiscais enfrentados pelo país." Desta feita, a empresa voltou a criticar o baixo crescimento econômico, associado a uma piora no desempenho orçamentário e às incertezas globais. Um novo elemento, contudo, começava a figurar na manifestação da agência: a proximidade das eleições de 2014. Segundo o relatório, "a implementação da política econômica torna-se mais difícil em um ano eleitoral". Especificamente, a empresa demonstrou seu pessimismo acerca da capacidade de realização, pelo governo, de reformas que, segundo ela, despontavam como imprescindíveis a uma maior flexibilidade fiscal do setor público, a saber: uma reforma fiscal e uma reforma da Previdência.

No dia 16 de março de 2014, o jornal O Estado de S. Paulo publicou uma reportagem sobre as expectativas geradas pela visita de Lisa Schineller e de outros dois analistas da S&P ao Brasil. Denominada como "furação Lisa", a passagem dos representantes da agência foi comparada, pelo jornal, a reviver o "pesadelo do FMI" da década de 1980:

A recepção à analista, recheada de medidas e apreensão, lembrou as visitas de duas outras economistas temidas no Brasil. No fim dos anos 80, ficou famosa a chilena Ana Maria Jul, que negociava os empréstimos do Fundo Monetário

Internacional (FMI). De *tailleur e pastinha* 007, ela encarnava a intromissão internacional no País. No fim dos anos 90, quem negociava com o Brasil era Teresa Ter-Minassian, diretora da área fiscal do Fundo.

Ainda segundo a reportagem, a missão da S&P "quis saber desde o funcionamento da coalizão governista até as chances de aprovação no Congresso de projetos com impactos econômicos", além de minúcias sobre as contas pública. Na esteira da piora na perspectiva da nota de crédito brasileira para negativa, o clima era de apreensão com a nova avaliação que se aproximava. Conforme o jornal, a visita refletia também a preocupação do mercado internacional com as manifestações de rua e com a crise na relação de Dilma com o Congresso.

Os resultados do "furacão Lisa" viriam a se concretizar poucos dias depois, em 24 de março, com o efetivo rebaixamento do *rating* brasileiro pela S&P. No comunicado divulgado pela agência para justificar a redução da nota de BBB para BBB-, as previsões pessimistas e as incertezas decorrentes do ano eleitoral ganharam ainda mais destaque. Diante da expectativa de um baixo nível de crescimento do PIB, de aumento da dívida do governo e de aumento da vulnerabilidade externa do país, a S&P declarava que "os sinais ainda não são claros quanto às políticas que serão utilizadas para estabilizar a situação fiscal antes das eleições de outubro. Além disso, em nossa opinião, também não são claras as perspectivas de ajustes após as eleições". Nesse contexto, a principal justificativa para o rebaixamento consistiu no diagnóstico de difícil reversão do quadro de deterioração fiscal associado à um baixo crescimento da economia. Ademais, conforme o relatório, a credibilidade do governo também já era posta em xeque:

A deterioração fiscal do Brasil durante os últimos anos inclui, de alguma forma, déficits mais altos, como resultado de um superávit fiscal primário menor (ou seja, descontados os juros) e as atuais atividades fora do balanço. A credibilidade do governo com relação à condução da política fiscal enfraqueceu-se de forma sistemática, pois o governo isentou da meta fiscal vários itens de gastos e receitas, além de reduzir a própria meta ao longo do tempo. O uso persistente de bancos estatais, financiado por recursos "abaixo

da linha” do Tesouro Nacional, também prejudicou a credibilidade e a transparência das políticas. A execução fiscal, tal como aquela de 2013, tornou-se mais dependente de receitas não recorrentes e de ajustes dos momentos em que os gastos deveriam ser realizados a fim de cumprir a meta fiscal oficial.

Com o rebaixamento, a nota do país descia ao nível mais baixo dentro da categoria de grau de investimento. Apesar da piora, a perspectiva para o *rating* brasileiro era estável, o que, segundo a S&P, refletia "os pontos fortes das instituições brasileiras e do balanço do país, apesar da recente deterioração política." No mesmo dia, contudo, o Ministério da Fazenda (2014) divulgou nota criticando a atitude da empresa – para Mantega, baseada em conjecturas que contrastavam com o histórico do país – e alegando que a decisão era "inconsistente com as condições da economia brasileira" e "contraditória com a solidez e com os fundamentos do Brasil". Já o então presidente do PSDB e futuro principal concorrente de Dilma Rousseff à presidência, Aécio Neves, aproveitou a decisão da agência para criticar o governo petista, conforme nota publicada na página *online* do partido no dia seguinte ao rebaixamento:

A decisão coroa uma temporada de equívocos cometidos pelo governo da presidente Dilma Rousseff na área econômica, mas não só nela. O histórico de manipulações contábeis, o descuido com a boa aplicação dos recursos públicos, a leniência com a inflação, a ineficácia na realização dos investimentos necessários para destravar o país, em contrapartida aos exorbitantes gastos correntes, explicam, com sobras, a indesejada decisão.

Na esteira do rebaixamento, a Folha de S. Paulo (2014) publicou, no dia 10 de abril, reportagem sobre uma teleconferência entre Shelly Shetty, analista da Fitch, e investidores – sinalizando o temor de que outras agências acompanhassem a S&P. Na ocasião, a principal preocupação da empresa com o Brasil era a deterioração nas contas fiscais em um cenário de persistente baixo crescimento do PIB. Nesse sentido, já esperava que o próximo governo se comprometesse com "ajustes de

política" que melhorassem o desempenho fiscal e recobrassem a confiança dos investidores.

No dia 31 de julho, a S&P divulgaria ainda um relatório mais detalhado sobre sua avaliação da situação do país, com o objetivo de esclarecer o rebaixamento do *rating* brasileiro e sua perspectiva estável, ocorrido no mês de março. Organizado a partir de cinco itens, o comunicado, em comparação com os anteriores, já deixava transparecer, de forma mais explícita, as opiniões da empresa acerca de temas sensíveis do cenário político e econômico do país. O primeiro aspecto levado em questão dizia respeito à "eficácia institucional e de governança", com o diagnóstico, já apresentado em seu título, de que o "fortalecimento da economia e as tensões sociais testarão o novo governo". Quanto a este tema, o primeiro ponto destacado pela empresa, de forma positiva, foi a estabilidade do sistema político brasileiro, pautado pelo compromisso em torno do tripé macroeconômico neoliberal – a despeito da deterioração do desempenho fiscal do governo que vinha se observando sob esta estrutura.

Ao mesmo tempo, a agência ressaltava como ponto problemático que "o eleitorado brasileiro agora exige melhor qualidade dos serviços públicos, mas o governo ainda não os oferece". A percepção desta realidade ocorre, como apontado pelo documento, na esteira das manifestações populares que tomaram as ruas no ano anterior. Para a agência, os protestos deixaram claro que a segurança econômica – respaldadas pelo tripé macroeconômico – não era mais a única exigência da população, o que passou a desafiar o ambiente político, sobretudo diante do baixo crescimento da economia e do risco de piora no mercado de trabalho. Desta feita, considerava que "o próximo governo terá o desafio de impulsionar o crescimento e reduzir a inflação, ao mesmo tempo em que oferece melhores serviços sociais." A partir desta constatação, a S&P decidiu explicitar seu posicionamento acerca dos postulantes eleitorais:

Independentemente de quem vença as eleições, o desafio é adotar políticas de médio prazo para fortalecer a perspectiva de crescimento e reduzir a inflação – além de lidar com pressões sociais. Acreditamos que o perfil das políticas de um segundo mandato de Dilma seria similar ao seu atual governo, no qual a Presidente continuaria supervisionando intensamente as decisões políticas. Embora esperemos certas mudanças na equipe e nas políticas econômicas, em geral estimamos "mais do

mesmo” em termos de política desigual. Acreditamos que um governo de Aécio ou Campos poderia buscar uma política econômica mais consistente e orientada ao mercado, com um maior direcionamento inicial para a confiança do investidor doméstico e internacional.

O próximo item apresentado contemplava uma análise econômica do país. Conforme já vinha sendo destacado em relatórios anteriores, o tamanho e a diversificação da economia brasileira eram pontos positivos identificados, ao passo em que os baixos níveis de investimento na economia consistiam em um problema estrutural. Com efeito, o consumo doméstico e os gastos públicos eram apontados como propulsores do crescimento da economia nos anos anteriores, o que ajudava a explicar – dado o declínio de ambos – o baixo índice de crescimento do PIB que então se observava. No âmbito dos negócios domésticos, a empresa destacou o sentimento negativo decorrente da perspectiva econômica, da deterioração do cenário externo<sup>66</sup> e das inconsistências políticas do governo – sem se aprofundar neste último elemento. Diante desse panorama, colocava como esperado um crescimento de apenas 1,2% do PIB em 2014 e em 2015, em contraste com um potencial de 2,5% a 3%. Associada ao baixo crescimento, a inflação no topo da meta fazia com que a agência considerasse a situação do país como de estagflação. Finalmente, era destacada a necessidade de se estimular a economia com medidas voltadas ao aumento da produtividade e da competitividade da indústria.

Em seguida, no item relativo à análise externa, a S&P alertava sobre o crescente déficit em Conta Corrente do país. Apesar disso, entendia que os "riscos da balança de pagamentos permanecem relativamente contidos, em razão do baixo nível de dívida externa líquida estreita e das necessidades de financiamento externo que levam em consideração um grande estoque de reservas internacionais." Esta percepção, contudo, era contrabalançada pela já apontada deterioração do cenário externo, que seguiria, conforme a empresa, impondo desafios ao setor exportador brasileiro.

Os dois últimos itens analisados pela S&P, no relatório de julho, eram concernentes às políticas fiscal e monetária do governo. Com

---

<sup>66</sup> Quanto a este ponto, o relatório destacou a desaceleração do crescimento chinês e seus impactos nos preços das *commodities*, a normalização da política monetária dos Estados Unidos e a desaceleração econômica da Argentina.

relação à primeira, sua credibilidade já era posta em xeque, segundo a empresa, pelo desempenho fiscal mais fraco – reflexo de um superávit primário mais baixo e de juros mais altos – e pela falta de clareza e de consistência acerca da meta a ser cumprida. De fato, a agência questionava a viabilidade de se atingir a meta formal de 1,9% do PIB sem se recorrer a "ajustes extraordinários". Como reflexo da deterioração fiscal, o aumento da carga de endividamento do governo também era ressaltado, embora sem muito alarde, dada a sua composição favorável<sup>67</sup>. Além disso, a S&P destacava as pressões sociais e a rigidez nos gastos que limitavam a "flexibilidade fiscal" do país:

Os altos gastos de um grande setor público, constituídos principalmente de salários de funcionários públicos, pagamentos e transferências de pensão obrigatórias pela Constituição Federal e pagamentos de juros, continuam limitando a flexibilidade da política. Crescentes pressões no desenvolvimento da educação e infraestrutura exigirão forte compromisso com políticas prudentes.

No âmbito da política monetária, a continuidade das pressões inflacionárias, a despeito do baixo crescimento do PIB, recebeu especial atenção. Desta feita, a empresa questionou também a credibilidade da política monetária diante da independência apenas operacional, mas não estatutária, do BCB. Ademais, criticando a permanência da inflação próxima ao limite mais alto da meta estabelecida, a sugestão da S&P era a de um "maior aperto na política monetária após a eleição de outubro". Em outras palavras, as pressões pela austeridade se tornavam mais explícitas.

Às vésperas das eleições, os temores de que outras agências acompanhassem o rebaixamento da nota pela S&P ganhariam novo impulso. Em relatório divulgado no dia 9 de setembro, a Moody's reafirmou a nota do Brasil em Baa2 – ainda na segunda categoria dentro do grau de investimento, portanto –, mas piorou sua perspectiva de estável para negativa. Para justificar a ação, o primeiro motivo apontado pela agência foi o baixo crescimento da economia, que não demonstrava sinais

---

<sup>67</sup> Segundo o relatório, a composição ainda sólida da dívida era "um ponto sólido de crédito. O Tesouro depende quase que exclusivamente do mercado local para refinanciamento e, embora caro, este tem se provado uma fonte confiável de recursos."

de retorno ao seu potencial em um futuro próximo – segundo a Moody's, a previsão de expansão do PIB era inferior a 1% em 2014. Diante disso, a empresa acreditava que o próximo governo poderia encontrar o país em uma situação de depressão, o que viria a prejudicar ainda mais sua posição fiscal e, conseqüentemente, seu *rating* soberano.

Em meio a esse cenário, o segundo elemento apontado para sustentar a decisão foi a "deterioração no sentimento dos investidores". Esta poderia ser constatada a partir da declinante formação fixa de capital, o que seria resultado da percepção do mercado acerca da abordagem intervencionista do governo com relação à economia. Nesse sentido, a agência considerava que o ambiente de fraca confiança para os negócios e investimentos se constituiria em um desafio a mais para a retomada do crescimento da economia.

A terceira e última justificativa da Moody's para a piora da perspectiva do *rating* brasileiro consistiu na progressiva deterioração das métricas fiscais do país. Em um contexto de baixo crescimento da economia e de alta dos juros, a tendência observada pela empresa era de um agravamento no declínio do superávit primário que se observava desde 2011. Conforme a agência:

Se o persistente baixo crescimento não se reverter, tal condição vai deteriorar ainda mais a posição fiscal do Brasil e prejudicar seu perfil de crédito, aumentando o prospecto de piora das métricas de dívida pública e da força financeira do governo. Embora a Moody's considere provável que a nova administração vá introduzir medidas voltadas à inversão da trajetória de crescimento, a perspectiva negativa reflete os crescentes desafios que vão se impor ao novo governo<sup>68</sup>.

No mês de outubro, a corrida eleitoral evidenciaria um país dividido, diante de uma polarização que vinha se acentuando desde junho de 2013 e que então se materializava na disputa entre PT e PSDB pela

---

<sup>68</sup> Tradução do original: "*If persistently weak growth is not reversed, this condition will further erode Brazil's fiscal position and materially undermine its credit profile, raising the prospect of further deterioration in government debt metrics and diminution in the government's financial strength. While Moody's considers it likely that any incoming administration will introduce policy measures intended to reverse the growth trajectory, the negative outlook reflects the increasingly challenging task facing the next government.*"

presidência. Entre os dois turnos que decidiriam o futuro governante do país, a Fitch Ratings decidiu se manifestar, alertando que a "erosão da credibilidade da política econômica" do governo Dilma, associada à incerteza eleitoral, teria levado à queda de confiança das empresas e dos consumidores, o que exacerbou o quadro de desaceleração econômica – conforme noticiado pela Folha de S. Paulo, no dia 16 de outubro. Ainda segundo a empresa:

O próximo governo herdará uma economia que enfrenta múltiplos desafios em termos de baixo crescimento, inflação elevada e performance fiscal em deterioração. Portanto, ajustes de política serão fundamentais para determinar a trajetória futura dos *ratings* soberanos do Brasil e de sua perspectiva.

Confirmada a reeleição de Dilma, no entanto, restou às agências aumentar o sinal de alerta ao governo petista, ressaltando a necessidade de se recuperar a confiança do mercado. Em notícia publicada pelo Valor Econômico (2014), no dia 27 de outubro, Lisa Schineller, analista da S&P, afirmou que "não vemos o Brasil se movendo para a categoria de grau especulativo devido à força institucional e ao equilíbrio que ainda percebemos nesse momento". Entretanto, a representante da empresa declarou também que eram os sinais políticos e a capacidade de execução – para a qual era imprescindível a formação de coalizões que aprovassem as reformas necessárias – do novo governo que iriam determinar a trajetória do *rating* brasileiro. Diante disso, o clamor popular por melhores serviços sociais em meio ao contexto de estagflação se colocava com um desafio ao novo mandato petista.

Já a Moody's, no mesmo dia, divulgou um comentário – intitulado "Polarização política e desafios estruturais que desafiam a reeleita Rousseff"<sup>69</sup> – em que analisava o cenário da vitória petista e suas perspectivas para governar o país nos próximos quatro anos. O panorama eleitoral identificado pela empresa refletia um país dividido: de um lado, pesquisas sustentavam que a maior parte dos votos petistas - 51,6% - provinham do Norte e do Nordeste do país, sinalizando o apoio da maioria da população, concentrada em regiões mais pobres, à continuidade das políticas que já vinham sendo implementadas; de outro lado, 48,8% dos eleitores demandavam – segundo a interpretação da agência – reformas

---

<sup>69</sup> Tradução do original: "Political polarization and structural problems to challenge re-elected Rousseff".

na política econômica, assim como melhor governança e maior transparência das instituições brasileiras. O desafio imediato, por conseguinte, seria conciliar essas duas demandas conflitantes, o que passaria a configurar um obstáculo à formulação de políticas.

Segundo a empresa, ao longo da disputa eleitoral, o mercado se manifestou nitidamente a favor do candidato da oposição, Aécio Neves, do PSDB – como haveria sido sinalizado nos mercados de câmbio e de ações. Nesse sentido, reconquistar a confiança dos investidores era uma condição tanto para evitar o descontrole da dívida pública, no curto prazo, quanto para promover investimentos no setor privado nos médio e longo prazos. Para isso, "reformas fundamentais" – não especificadas no comunicado – seriam necessárias para reestabelecer a credibilidade do país, de modo a demonstrar que a política econômica e os objetivos do segundo mandato petista seriam distintos do que se verificou nos quatro anos precedentes. Neste ponto, a agência relembra declarações de Dilma acerca de um "recomeço", mas avalia que o que viria pela frente seria "mais do mesmo". Finalmente, a Moody's reafirmou a decisão de colocar a perspectiva do *rating* soberano como negativa, sinalizando a aposta na "inabilidade das autoridades de reverter a piora nas métricas de crescimento e de endividamento do país".

É em meio a esse clima de desconfiança por parte das agências de *rating* que o primeiro mandato de Dilma Rousseff se encerra. Ao longo do biênio 2013-2014, a classificação de risco do Brasil, que na década anterior melhorara ininterruptamente, foi piorada, seja do ponto de vista de sua perspectiva, seja através de seu efetivo rebaixamento. Entretanto, o grau de investimento ainda consistia em um trunfo do governo petista para o segundo mandato. Ao longo da corrida eleitoral, no entanto, a oposição velada sinalizada pelas agências prenunciava os atritos que viriam no segundo mandato.

#### 4.2.3 2015-2016: Aumento das pressões sobre o governo

Em 2015 e 2016, o cenário de crise gestado no biênio anterior ganharia proporções inesperadas, com o acirramento das tensões políticas e o pior desempenho do país no plano econômico. Um componente desse panorama foi que, como apresentado no capítulo anterior, em seu segundo governo, Dilma promoveu uma inesperada guinada à direita na política econômica, que voltou a se pautar pela ortodoxia neoliberal, sob o comando de Joaquim Levy no Ministério da Fazenda. Já em 23 de março de 2015, o primeiro relatório divulgado pela S&P refletia a surpresa com

o novo rumo tomado pela condução da economia nacional – assim como a aprovação do mesmo pela agência. Conforme o comunicado:

A sinalização da política econômica mudou significativamente, o que não fazia parte de nossas expectativas de caso base. Uma ampla correção na política vem ocorrendo para fortalecer o compromisso fiscal, tanto dentro quanto fora do orçamento, e eliminar várias distorções econômicas, que inclui os preços administrados artificialmente omitidos. Para conter a inflação e as expectativas de inflação, o Banco Central embarcou em outro ciclo de aperto. Este também vem moderando sua intervenção do mercado cambial (mediante a redução da oferta de dólares dos Estados Unidos por meio de programas de Swap cambial), facilitando a desvalorização cambial.

A despeito dos esforços para "restaurar a credibilidade perdida e para reforçar os perfis fiscal e econômico do Brasil", a empresa lembrou o cenário político e econômico desafiador que se colocava frente ao governo, com a forte queda de seus índices de aprovação, contração econômica e escândalos de corrupção envolvendo a Petrobras. Com efeito, o panorama negativo assistia à queda de popularidade de Dilma de 40%, à época de sua reeleição, para 13%, fazendo com que novos protestos sociais fossem esperados. Ao mesmo tempo, a agência esperava que a contração da economia seria decorrente do "aperto fiscal e monetário e do declínio dos investimentos da Petrobras e de sua cadeia de fornecedores no setor de construção, bem como do suporte limitado das exportações líquidas no médio prazo". Apesar disso, a expectativa era de uma "melhora gradual no ambiente dos negócios", o que, ao longo do ano seguinte, daria suporte à retomada do crescimento. Desse modo, a S&P chancelava a nova postura do governo:

A perspectiva estável reflete nossa expectativa de cenário-base que a correção de políticas desafiadora atualmente em curso continuará obtendo o suporte da Presidente Dilma Rousseff, de seu gabinete e, em última instância, do Congresso e a execução bem sucedida de políticas vai gradualmente restaurar a credibilidade política perdida. Isso

estabeleceria o cenário para perspectivas de crescimento mais fortes no próximo ano e além. Poderíamos elevar os ratings após uma execução de políticas consistentes que fortaleçam as contas fiscais e diminuam a carga de dívida e se houver sinais de que uma reforma mais proativa dará suporte a um crescimento mais elevado no médio prazo.

A boa primeira impressão, contudo, logo começaria a se desmontar. Já no mês seguinte, no dia 9 de abril, a Fitch piorou a perspectiva do *rating* brasileiro, conforme noticiado no mesmo dia pelo G1 (2015). Conforme a reportagem, a empresa considerava que "enquanto o governo começou um processo de ajuste macroeconômico para impulsionar a credibilidade e a confiança, riscos negativos relacionados à sua implementação efetiva e durabilidade persistem, especialmente no contexto de um ambiente econômico e político desafiador". Para a agência, o contínuo mau desempenho da economia, com crescentes desequilíbrios macroeconômicos, deterioração fiscal e aumento da dívida pública incidiriam negativamente sobre o perfil de crédito do país. Desse modo, a empresa era pessimista quanto a melhoras no *rating* brasileiro.

Com a Fitch e a Moody's tendo colocado a perspectiva dos *ratings* como negativa, o fantasma de novos rebaixamentos passou a assombrar o segundo governo Dilma. Diante disso, como noticiado pela Folha de S. Paulo (2015) no dia 3 de julho, o governo passou a agir para segurar a nota de risco do país, temendo a perda do grau de investimento ainda naquele ano. Conforme a reportagem e como apresentado no capítulo precedente, as pautas-bomba vindas do Legislativo colocavam em risco o perfil de crédito do país, uma vez que prejudicavam o esforço fiscal para reequilibrar as contas públicas. É nesse contexto que o então ministro do Planejamento, Nelson Barbosa, viajou a Nova Iorque para conversar com investidores e reafirmar o compromisso do governo para tentar "reverter o clima negativo sobre as contas públicas", que poderia acarretar maiores prejuízos à classificação de risco do país.

Para piorar, no dia 27 de julho, foi a vez de a S&P alterar a perspectiva do *rating* soberano brasileiro para negativa – o que era mais preocupante do que no caso das notas atribuídas pelas demais agências, uma vez que, na classificação da S&P, o Brasil já estava a um degrau de perder o grau de investimento. Na ocasião, conforme reportagem do jornal O Globo, publicada no dia seguinte, a analista da S&P, Lisa

Schineller, condicionou a manutenção do grau de investimento à capacidade do governo de fazer as mudanças na economia relativas aos ajustes fiscais. Na avaliação da reportagem, a notícia era "uma derrota para o ministro da Fazenda, Joaquim Levy, que tentava evitar avaliações negativas das agências de classificação de risco durante a implementação do ajuste fiscal e reconquistar a confiança dos investidores". Não obstante, a nota explicativa da S&P considerava que "houve uma correção política significativa durante o segundo mandato da presidente Dilma Rousseff".

O cenário, contudo, viria novamente a se agravar no dia 11 de agosto, quando, como desdobramento da perspectiva negativa, a Moody's promove o rebaixamento do *rating* brasileiro, que chegava então em Baa3, no limite mais baixo do grau de investimento. No relatório divulgado, os fatores apontados como responsáveis pela piora da nota foram o desempenho econômico mais fraco do que o esperado e a consequente deterioração da carga de endividamento do governo, que também piorou significativamente em comparação com as expectativas da agência. Para a Moody's, uma melhora das tendências fiscais era um desafio no qual a empresa não apostava que o país fosse ser bem sucedido. Isto porque sua expectativa era de um quadro de recessão em 2015, seguido por uma estagnação em 2016 e, possivelmente, por uma melhora gradual nos anos seguintes. Como apontado pela agência, a crise política agravava o panorama caótico na economia:

Há uma falta de consenso político no Brasil sobre a possibilidade de enfrentar de forma mais agressiva a rigidez orçamentária, promovendo reformas que abordem o aumento dos gastos obrigatórios. Esse impasse político dificultará o controle das tendências de gastos do governo e, conseqüentemente, a reversão da tendência de aumento da dívida durante a segunda parte desta administração. O cenário político tornou-se cada vez mais complicado. A taxa baixa recorde de aprovação para a presidente Dilma Rousseff tem enfraquecido a posição política dela e os processos judiciais de investigação de corrupção na Lava-Jato têm contribuído para o aumento da tensão entre o Congresso e o Poder Executivo, minando ainda mais os esforços do

governo para avançar com sua agenda econômica.

Conforme noticiado pela Folha de S. Paulo (2015), no dia seguinte ao rebaixamento, o clima, no entanto, era de alívio, já que havia o temor de que a Moody's retirasse desde já o grau de investimento do país. Como ressaltado pela reportagem, a perspectiva da agência para o *rating* brasileiro passava então a ser considerada estável, o que indicava que, no curto prazo, era pouco provável que o Brasil perdesse o selo de

bom pagador. Para preservá-lo, de acordo com a publicação, seria necessário fazer com que a meta fiscal – de superávit de 0,7% do PIB – fosse cumprida, o que esbarrava na postura belicosa do presidente da Câmara dos Deputados, Eduardo Cunha. Como apresentado no capítulo anterior, porém, tal proposta orçamentária seria revista ao final de agosto, com a revisão da meta fiscal para um déficit primário de 0,3% do PIB.

É nesse contexto que, no dia 9 de setembro de 2015, a classificação de risco do Brasil sofre seu maior golpe desde que o PT assumira a presidência, com a perda do grau de investimento pela S&P. Ao mencionar a revisão da meta fiscal, a empresa a considerou reflexo dos "desacordos internos acerca da composição e da magnitude das medidas necessárias para reparar o deslize nas finanças públicas." Apesar disso, exaltou os esforços de Joaquim Levy, que vinha "trabalhando em várias medidas para a retomada da meta inicial de superávit de 0,7% do PIB", mas que, por outro lado, teriam que ser negociadas com o Congresso.

Ainda com relação à nova proposta orçamentária, a agência entendia que sua revisão sinalizava o "enfraquecimento da coesão do gabinete da Presidente Dilma Rousseff", o que prejudicava a avaliação do perfil de crédito do país.

Os três anos seguidos de déficit primário destacados pela S&P como motivadores do rebaixamento eram, como observado no relatório, potencializados pelo caos político que se abatera sobre o país e pelos escândalos de corrupção que afetavam o governo. Chama a atenção, contudo, a menção a um possível *impeachment* da presidente, antecipando em quase três meses o processo que se iniciaria em dezembro:

Em nossa opinião, as atuais investigações de alegações de corrupção contra os indivíduos e empresas proeminentes – nos setores público e privado e nos vários partidos políticos — levaram a um aumento nas incertezas políticas. [...] Essas investigações enfraqueceram as dinâmicas

de coesão e coalizão de curto prazo. Acreditamos que o enfraquecimento das dinâmicas de coalizão entre o Partido dos Trabalhadores (PT) e o Partido do Movimento Democrático Brasileiro (PMDB) representa um fraco prenúncio de aprovação de medidas de ajuste fiscal, mesmo diante de uma meta fiscal mais afrouxada e de um cenário de baixos índices de aprovação da Presidente Dilma Rousseff e de seu governo, que caiu para menos de 10%, e da possibilidade de seu *impeachment*.

A perda do grau de investimento veio ainda acompanhada de uma perspectiva negativa para o *rating* brasileiro, sinalizando a possibilidade de um novo rebaixamento em 2016. O panorama desenhado pela S&P era o de uma "contração do PIB real mais profunda e longa", o que poderia gerar novos rebaixamentos no caso de "maior deterioração na posição fiscal do país ou de uma possível reversão de políticas-chave, dada a fluidez das dinâmicas políticas, incluindo uma maior falta de coesão no gabinete da Presidente".

Como seria de se esperar, no cenário político inflamado que se estabeleceu, a perda do grau de investimento passou a ganhar destaque nos ataques direcionados ao governo pela oposição. Ainda no mesmo dia do rebaixamento da nota, o senador Aécio Neves, derrotado nas eleições havia menos de um ano, declarava que "o governo da presidente Dilma acabou. Um desastre anunciado. Resultado da incompetência e dos erros do governo." Do outro lado do espectro político polarizado, o ex-presidente Lula afirmava, no dia seguinte, que "é importante que a gente tenha em conta o fato de que eles diminuam o grau de investimento do país não significa nada, significa apenas que a gente não pode fazer o que eles querem". Contraditoriamente, no entanto, ao receber o grau de investimento durante o seu governo, em 2008, o ex-presidente se manifestara dizendo que "o Brasil foi declarado um país sério, que tem políticas sérias, que cuida de suas finanças com seriedade e que, por isso, passamos a ser merecedores da confiança internacional."<sup>70</sup>

---

<sup>70</sup> Tais declarações fizeram parte de uma compilação organizada pelo jornal O Globo (2015), que comparava as reações de 2008 com as de 2015, quando o Brasil recebe e perde, respectivamente, o grau de investimento.

Como reação à perda do selo de bom pagador pela S&P, no dia 23 de setembro, a Folha de S. Paulo (2015) noticiava que o governo tentava aprovar um pacote de medidas fiscais para "acalmar as agências de classificação de risco e evitar um novo rebaixamento do grau de investimento do país". De acordo com a reportagem, o ministro Levy havia se reunido com a Fitch e sido alertado pela agência que uma demora nesse sentido levantaria dúvidas sobre a convicção do governo nas propostas e sobre sua viabilidade de sua aprovação. As medidas, voltadas a reduzir os gastos públicos<sup>71</sup>, dependiam, no entanto, da aprovação do Congresso – que, como discutido no capítulo precedente, estava em permanente conflito com o governo Dilma.

O resultado foi que no dia 15 de outubro a Fitch rebaixou o *rating* brasileiro de BBB para BBB-, mantendo-o no limite do grau de investimento, mas com uma perspectiva negativa. Segundo noticiado no mesmo dia pelo G1 (2015), a agência justificava a ação com base na dificuldade do governo em aprovar o pacote fiscal no Congresso, em um cenário de prolongada recessão econômica e de aumento do endividamento público – que deveria chegar ao patamar de 70% do PIB em 2016. A situação era agravada ainda pelas incertezas que se abatiam sobre a recuperação econômica em decorrência da ameaça de *impeachment* da presidente e dos escândalos de corrupção na Petrobras. Conforme a analista da empresa, Shelly Shetty, a perspectiva negativa indicava ainda que um novo rebaixamento poderia acontecer dentro dos próximos 12 a 18 meses. Ademais, no dia 16 de outubro, o Valor Econômico (2015) destacava uma nova declaração de Shetty, posicionando-se contra uma eventual saída de Levy do Ministério da Fazenda, uma vez que o ministro teria um papel importante na condução dos ajustes fiscais: "se Levy sair ou a sua equipe, vamos ter que analisar o novo ambiente e a orientação que a nova equipe terá".

Bem antes dos 12 meses previstos pela Fitch, o novo rebaixamento do *rating* brasileiro ocorreria em 16 de dezembro de 2015 – duas semanas após o presidente da Câmara dos Deputados, Eduardo Cunha, dar início à tramitação do processo de *impeachment* contra Dilma. Com a redução da nota para BB+ e a manutenção de sua perspectiva como negativa, a Fitch se tornou a segunda agência a retirar o grau de investimento do Brasil, o que ocorreu, como já apresentado, em um momento delicado do governo Dilma. Segundo o relatório divulgado, o

---

<sup>71</sup> Um dos principais exemplos, citado pela reportagem, era a recriação da CPMF, que acabou bloqueada pelo Congresso.

rebaixamento refletia "a recessão econômica mais profunda do que o previsto, a contínua deterioração fiscal e o aumento das incertezas políticas, que poderiam prejudicar ainda mais a capacidade do governo para implementar medidas fiscais que estabilizassem a carga de endividamento." Quanto a este tema, a empresa destacou que o processo de *impeachment* contribuía para prejudicar um cenário já caótico:

O recente início do processo de *impeachment* contra a presidente Dilma Rousseff está adicionando incerteza a um ambiente político já difícil e levando a um impasse político contínuo. O resultado do processo é incerto. A Fitch acredita que ele prejudicaria a implementação oportuna e efetiva de ajustes fiscais corretivos. O panorama político já foi contaminado pelo crescente alcance das investigações da Petrobras, muitas vezes tensas relações do governo com seus aliados do Congresso e reduziu a popularidade do presidente. O aumento das taxas de desemprego e o agravamento da crise econômica podem levar a novos desafios políticos e de governança no próximo ano.

Cabe notar, contudo, que, em meio ao panorama calamitoso, a Fitch elogiou a capacidade do governo de, em condições adversas, "implementar ajustes de preços, apertar a política monetária em meio a uma recessão mais profunda e restringir o estímulo fiscal". Ademais, o relatório observava uma "redução dos desequilíbrios macroeconômicos", graças à desvalorização do real, que, dentre outros supostos benefícios, reduzia o déficit em conta corrente e ajudava a mitigar, assim, "riscos relacionados às condições de financiamento externo."

Nos próximos meses, em meio ao processo de *impeachment*, o Brasil sofreria mais golpes em sua nota de risco, que afundou no grau especulativo. No dia 17 de fevereiro de 2016, a S&P rebaixou novamente o *rating* brasileiro, que ficava mais distante do grau de investimento, assumindo o conceito BB com uma perspectiva negativa. Uma semana depois, foi a vez da Moody's promover um rebaixamento, oficializando a perda do selo de bom pagador pelas três agências – neste caso, para a nota Ba2, também com perspectiva negativa. No relatório divulgado pela S&P, as dificuldades do governo para aprovar medidas corretivas no âmbito fiscal seguiam em destaque, uma vez que deveriam ser agravadas pela

tramitação do processo contra a presidente. Além disso, a despeito dos movimentos do governo para propor reformas estruturais, como a da Previdência, a deterioração do cenário político deveria seguir, para a empresa, sendo um obstáculo à execução das mesmas. Ao mesmo tempo, a possível revisão da meta fiscal para 2016 fazia transparecer um menor consenso no gabinete presidencial acerca da política fiscal.

As críticas, no entanto, seguiam voltadas ao primeiro mandato da presidente: "Em nossa visão, o legado de decisões políticas anteriores, durante a primeira administração de Rouseff prejudicou o clima para os negócios e as perspectivas de investimento" – o que foi ainda agravado pelas incertezas decorrentes de um eventual *impeachment*. Em contrapartida, as ações tomadas pelo governo, a partir de 2015, seguiam sendo vistas como positivas:

Em 2015, o governo reduziu os gastos fora do orçamento e removeu várias distorções econômicas, incluindo preços administrados suprimidos artificialmente. O governo também colocou ênfase renovada na participação do setor privado em projetos de infraestrutura, mas no contexto atual os avanços têm sido lentos. Estes, no entanto, foram passos positivos.

Uma semana antes do afastamento de Dilma Rouseff da presidência, em decorrência da aprovação do processo de *impeachment* pelo Senado, foi a vez da Fitch promover um novo rebaixamento da classificação de risco do Brasil no grau especulativo. A última queda do *rating* brasileiro durante o governo Dilma veio no dia 5 de maio, com a nota BB e a manutenção da perspectiva negativa. Em linha semelhante à S&P, a Fitch justificou a ação da seguinte maneira:

O rebaixamento do *rating* do Brasil reflete a contração econômica mais profunda do que antecipada, o fracasso do governo em estabilizar as perspectivas para as finanças públicas, o contínuo bloqueio legislativo e a elevada incerteza política que está minando a confiança doméstica e prejudicando a governabilidade e a eficácia das políticas.

Diante disso, como observado no relatório, as finanças públicas continuavam sob pressão, enquanto as contínuas alterações na meta fiscal sabotavam a credibilidade fiscal do país. Apesar disso, a empresa

destacava que alguns desequilíbrios macroeconômicos já estavam sendo corrigidos, o que era sinalizado, por exemplo, pela queda da inflação verificada desde janeiro. Paralelamente, a agência já vislumbrava um possível governo Temer:

Se o Senado votar a favor do *impeachment*, a presidente Dilma Rousseff precisaria renunciar temporariamente e o vice-presidente Michel Temer, do PMDB, assumiria o poder. Embora qualquer transição política durante o processo de *impeachment* possa representar uma nova oportunidade para proceder a ajustes e reformas econômicas, os riscos de implementação permanecerão.

Como apresentado no capítulo anterior, no dia 12 de maio de 2016, o governo Dilma chegou ao fim – embora seu mandato só viesse a se finalizar oficialmente ao final de agosto, com a confirmação do *impeachment*. Já no dia seguinte, a S&P divulgava um novo relatório em que analisava o cenário para o novo governo. No comunicado, a empresa sinalizava um voto de confiança no novo presidente:

O governo Temer tem pela frente desafios semelhantes àqueles enfrentados pelo o de Dilma Rousseff — ou seja, recuperar a credibilidade política, retomar a trajetória de crescimento do Brasil e reverter a deterioração fiscal. No entanto, o novo governo interino deve se beneficiar de um voto de confiança inicial do setor privado, dada a força da equipe econômica, que inclui o ex-presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, como Ministro da Fazenda, e o ex-diretor do Banco Central, Ilan Goldfajn, como presidente do Banco Central, além da sinalização política já enviada pelo vice-presidente Temer.

É diante desse panorama que chega ao fim a relação entre as agências de *rating* e o governo Dilma. Ao longo do último período apresentado, a classificação de risco brasileira foi sucessivamente piorada, com a retirada do grau de investimento pelas três agências. Com efeito, embora em um período mais curto do que os biênios que o precederam, nele as agências se mostraram mais ativas e participativas do

cenário político e econômico do que até então se vinha observando. O significado dessa atuação será discutido a seguir.

### 4.3 O BRASIL E AS AGÊNCIAS: AS PRESSÕES EM SUAS DIFERENTES FORMAS

Com base nessa descrição da atuação das agências de *rating*, esta seção analisa a participação dessas empresas como atores políticos, no período contemplado, tendo como referência as perspectivas teóricas apontadas no primeiro capítulo desta dissertação. Dessa maneira, conforme a hipótese a ser verificada, busca-se identificar, na atuação das agências, elementos que denunciem a pressão que exerceram sobre o governo Dilma em prol de seu alinhamento aos preceitos do Consenso de Washington – em cujo regime, como assinalado no primeiro capítulo, as empresas desempenham o papel de manter as condições para o seu funcionamento. Com esta finalidade, conforme as teorias apresentadas e como se pôde observar na seção anterior, travestem-se da neutralidade e do tecnicismo necessários aos cálculos, pretensamente científicos, que formulam e materializam, em um conceito, o risco, para potenciais investidores, de se investir nos títulos da dívida pública emitidos pelo governo brasileiro. Isto posto, assim como na anterior, esta seção se desenvolve a partir da divisão do governo Dilma nas três etapas anteriormente estabelecidas, com a única finalidade de favorecer a compreensão da análise desenvolvida.

#### 4.3.1 2011-2012

Em seu primeiro biênio, o governo Dilma assistiu a uma postura pacífica das agências de classificação de risco enquanto agentes disciplinadores – conforme o receituário neoliberal do Consenso de Washington – da política econômica nacional. Com efeito, conforme apresentado, os *ratings* brasileiros foram sucessivamente elevados pelas três empresas ao longo de 2011, enquanto, em 2012, foram reafirmados com perspectivas estáveis ou positivas. Apesar disso, embora de forma menos evidente do que viria a ocorrer nos dois períodos posteriores, alguns elementos da atuação das agências já denunciavam seu alinhamento ideológico e renunciavam as pressões sobre o governo, que só viriam a se acentuar nos anos seguintes.

Um dos maiores exemplos nesse sentido pode ser observado, tanto nos relatórios quanto em demais manifestações, nas reiteradas referências à manutenção do tripé macroeconômico neoliberal como fator

positivo à avaliação de risco do país. De fato, o respeito aos parâmetros da política macroeconômica lançada pelo governo FHC é destacado pelas três agências, de distintas maneiras, como fruto da resiliência institucional do país. Isto pode ser observado, por exemplo, no primeiro relatório divulgado pela Fitch, que associa "o baixo risco de evento político" à manutenção do tripé neoliberal. No ano seguinte, o relatório publicado em 20 de junho pela Moody's também destacava a política macroeconômica como representativa da força institucional do país. Em linha semelhante, Schineller (2012), analista da S&P, ressaltou a confiança advinda da manutenção do tripé por governos situados em posições distintas do espectro ideológico. Conforme a teoria de Paudyn (2014), forjava-se, assim, a despolitização dos parâmetros norteadores da política econômica nacional, de modo a blindá-los e afastá-los de seu caráter político. Como reiteradamente justificado pelas agências, tratava-se de um consenso – imune, portanto, à ideologia político-partidária. Tal era, em última instância, a finalidade de assim legitimar as prioridades da gestão econômica: torná-las inquestionáveis e, desta feita, nas palavras da Moody's (2012), minimizar a chance de que fosse atingida por "eventos de risco político" na transição entre governos – o que se alinha perfeitamente ao proposto por Williamson (1993).

Nesse contexto, o respeito ao tripé neoliberal se traduziu, por exemplo, nas medidas restritivas – elevação de juros e corte de gastos públicos – adotadas pela equipe de Dilma ao longo de seu primeiro semestre à frente da presidência, o que resultou no imediato aumento da nota do Brasil pela Fitch, em abril, e pela Moody's, em junho. Em outras palavras, o país era recompensado por seguir em linha com o prescrito pelo receituário neoliberal para conter a inflação. Ao mesmo tempo, tal percepção é ainda reforçada pelas críticas da Fitch, também no relatório de abril de 2011, ao expansionismo fiscal anti-cíclico adotado por Lula ao final de seu mandato, o que contraria a ortodoxia neoliberal – ainda que tenha gerado efeitos positivos para a economia, que obteve uma expansão de 7,5% do PIB em 2010.

É curioso notar que as agências elogiam a dinamização do mercado doméstico brasileiro proveniente de políticas heterodoxas, à nível microeconômico, implementadas sobretudo ao longo dos governos de Lula – conforme explicitado nos relatórios da Moody's dos dias 20 de junho e 21 de novembro de 2012 e no artigo de Schineller (2012). Com efeito, o resultado obtido por essas medidas<sup>72</sup>, simbolizado pela ascensão

---

<sup>72</sup> Exemplos de políticas implementadas com tal finalidade foram a progressiva valorização do salário mínimo e a expansão do crédito consignado às camadas

do que as empresas denominam como "nova classe média", era apontado – e ainda o seria em relatórios futuros – como propulsor de um esperado crescimento da economia. A leniência das agências com esse tipo de política pode ser explicada pela conjuntura favorável – em conformidade com a teoria de Campello (2015)<sup>73</sup>, apresentada no capítulo 1 desta dissertação – em que foram implementadas – e cujas condições persistiriam até meados de 2013, a saber: altos preços das *commodities* e alta liquidez internacional, proveniente do expansionismo monetário dos Estados Unidos, na esteira da crise econômica global. Em todo caso, as limitações metodológicas desta pesquisa inviabilizam conclusões mais contundentes nesse sentido.

Outro elemento recorrente nos relatórios e manifestações das agências de *rating*, no primeiro período analisado, é a identificação dos baixos índices de investimento na economia como um problema estrutural a ser superado pelo país. Tal realidade é destacada, por exemplo, no relatório da Moody's em junho de 2012. Como apresentado no capítulo anterior, a política econômica do primeiro governo Dilma tinha como objetivo solucionar este problema, a partir de uma série de medidas voltadas ao estímulo dos investimentos no setor privado. Diante disso, cabe, neste ponto, retornar a algumas observações de Carvalho (2018, p. 131) acerca da NME, que, segundo a autora, é frequente e erroneamente considerada pela literatura como um pacote de medidas da esquerda lançado pelo governo Dilma. Fosse tal perspectiva verdadeira, um de seus sintomas seria a repulsa imediata das agências de *rating* às políticas adotadas – uma vez que, neste caso, entrariam em choque ideológico com as empresas. Na realidade, contudo, o que ocorre, em 2011 e 2012, é o respaldo das agências de *rating* à NME, como explicitado nos últimos relatórios da Moody's e da S&P naquele período – o que reforça a tese de Carvalho (2018). Ademais, convém relembrar que a Moody's, em junho de 2012, considerava "entre moderada e alta" a "habilidade do governo para formular e implementar políticas e regulações que promovam o

---

populares da sociedade – além de políticas sociais, como o Programa Bolsa Família. Para maiores informações sobre o tema, ver Lavinias (2017).

<sup>73</sup> A título de recapitulação, a teoria de Campello (2015), em linhas gerais, considera que, no caso dos países da América Latina, a implementação de políticas de esquerda, a nível microeconômico, é condicionada – do ponto de vista da restrição externa representada pelas pressões do sistema financeiro internacional – pela conjuntura internacional em questão, representada pelos preços das *commodities* e liquidez do sistema financeiro.

desenvolvimento do setor privado", o que cancelava ainda mais as ações do governo Dilma nesse sentido.

#### 4.3.2 2013-2014

Ao longo do segundo biênio de governo Dilma, as condições observadas na primeira etapa de seu mandato se esgotariam. Como colocado em praticamente todos os relatórios deste período, a tônica crítica por parte das agências em relação ao governo seria marcada pela constatação do fracasso da NME em estimular investimentos no setor privado – o que, diante dos baixos níveis de expansão do PIB, incorreria na progressiva deterioração das contas públicas, cujo símbolo maior foi o déficit primário de 2014. Cabe, neste ponto, relembrar que a obtenção de superávits primários é um dos pilares do tripé macroeconômico e um dos cânones do receituário do Consenso de Washington – de modo que a deterioração fiscal do país se tornaria, a partir de então, alvo constante de crítica das agências. Nesse contexto, em meio ao cenário turbulento descrito no capítulo precedente, as pressões das agências de *rating* se tornariam mais facilmente identificáveis em suas – mais frequentes – manifestações.

O primeiro sintoma da inflexão na atuação das agências frente ao governo seria observável já no relatório da S&P, em junho de 2013, quando da piora da perspectiva para o *rating* brasileiro. Naquela ocasião, conforme apresentado, a justificava da S&P se baseou em uma conjectura - "o contínuo risco de uma política fiscal expansionista" – sustentada, presumivelmente, em questões de ideologia político-partidária. Tratava-se, nesse sentido, de um exercício de previsão acerca de como o governo Dilma administraria a política fiscal do país – o que não consta na metodologia da empresa para o cálculo do *rating* e corrobora, assim, a pouca transparência do processo observada por Sinclair (2005) e Paudyn (2014).

A partir de então, o tom de cobrança pela responsabilidade fiscal do governo se evidenciaria – tendo sempre como pano de fundo o aumento do endividamento público em proporção ao PIB, conseqüente do baixo crescimento e da deterioração fiscal do país. Isto pode ser visto tanto na cobrança pública feita por Schineller, analista da S&P, à revista Exame (2013) quanto no próprio relatório divulgado pela agência em novembro de 2013. Nesta ocasião, o comunicado da S&P ressaltou mais uma vez o compromisso de longa data dos governos brasileiros com o tripé macroeconômico e alertou que o enfraquecimento do mesmo resultaria em uma piora da nota brasileira. Quatro meses depois, a ameaça

da empresa se escancararia na metáfora do "furacão Lisa", trazida pelo O Estado de S. Paulo (2014) – que o comparava ao FMI, explicitando o viés ideológico da atuação da empresa. Nesta ocasião, a reportagem observou a minuciosa fiscalização do país, com base nas métricas, pretensamente científicas, levadas em conta pela agência.

No dia 24 de março, o relatório originado pelo "furacão Lisa" voltou a parcialmente justificar a piora do *rating* brasileiro com base em conjecturas que reforçavam a pressão pela austeridade: "os sinais ainda não são claros quanto às políticas que serão utilizadas para estabilizar a situação fiscal", antes e depois das eleições de outubro. Cabe notar que a política de desonerações, antes elogiada pela agência, no período anteriormente analisado, agora era atacada, uma vez que – conforme esclarecido pela literatura apresentada no capítulo anterior – fragilizou as contas públicas, a partir da diminuição da arrecadação pelo governo.

É em meio a esse cenário que as ações das agências de *rating* passariam a ser utilizadas politicamente por adversários do PT que a elas se alinhavam ideologicamente. Tal é o caso representado pela declaração de Aécio Neves, do PSDB, um dia após o anúncio da piora da nota. Neste ponto, convém retornar à análise de Paudyn (2014), que denuncia o *rating* como um possível indicador, na perspectiva da população, da capacidade de gestão da economia por seus governantes. Desse modo, a instrumentalização da classificação de risco brasileira por atores políticos que se alinham às agências contribui para desequilibrar a disputa eleitoral em favor do projeto neoliberal – sendo este supostamente respaldado por critérios científicos, materializados no discurso das agências e no próprio *rating* soberano.

No mês seguinte, a Fitch, como destacado pela Folha de S. Paulo (2014), faria coro ao discurso pela austeridade para o "próximo governo". Ao final de julho, o relatório divulgado pela S&P – que novamente concedia destaque ao tripé neoliberal como imprescindível à estabilidade do sistema político brasileiro – manifestava seu desejo por uma vitória eleitoral da oposição, uma vez que a reeleição de Dilma significaria "mais do mesmo", enquanto Aécio ou Campos deveriam buscar "uma política econômica mais consistente e orientada ao mercado". Em outras palavras, o desejo era por um novo governo, mais alinhado ao Consenso de Washington.

Ainda no mesmo relatório, outros indícios no mesmo sentido podem ser identificados. Um claro exemplo é a crítica à "independência apenas operacional, mas não estatutária, do BCB" – critério este listado por Williamson (1993) como consensual. Além disso, como apresentado, criticava-se "os altos gastos de um grande setor público", alimentando o

discurso neoliberal pelo Estado mínimo. Cabe ainda notar que a deterioração do cenário externo também ganha destaque no relatório, o que, diante da elevação do tom da S&P contra o governo e de sua manifestação de apoio à oposição, corrobora novamente a teoria de Campello (2015).

Conforme descrito na seção precedente, em setembro, às vésperas das eleições, foi a vez da Moody's (2014) colocar a perspectiva da nota brasileira como negativa, associando a "deterioração no sentimento dos investidores" à abordagem intervencionista do governo com relação à economia. Em meio à corrida eleitoral, portanto, novamente o governo Dilma era atacado por uma instituição pretensamente técnica da governança econômica global – o que, como já sugerido, pode ter promovido impactos eleitorais.

Entre os dois turnos disputados em 2014, foi a vez da Fitch, conforme a reportagem da Folha de S. Paulo (2014), declarar seu apoio a Aécio Neves, atribuindo a desaceleração econômica brasileira à "erosão da credibilidade da política econômica" do governo Dilma. Derrotados o PSDB e as agências de *rating* nas eleições, restou às empresas pressionarem publicamente, nos relatórios e manifestações restantes, pelo retorno à austeridade econômica em prol da reestabilização da economia. A partir de então, a ofensiva do campo ortodoxo neoliberal, destacada por Boito Jr. (2016), revelaria-se no cenário político e econômico brasileiro.

#### 4.3.3 2015-2016

Na terceira etapa do governo Dilma, que contempla desde o começo de 2015 até 12 de maio de 2016, as agências de *rating* se evidenciaram como atores antagônicos ao governo. As diversas manifestações das empresas, ao longo deste período, são permeadas por dois aspectos sobressalentes: o primeiro, os constantes elogios à nova política econômica adotada, marcadamente pautada pelos ditames do Consenso de Washington e, conseqüentemente, pelo alinhamento com as prescrições das próprias agências; já o segundo diz respeito às constantes referências à crise política e de governabilidade que então se abateu sobre o país.

Quanto ao primeiro aspecto, convém ressaltar as críticas da literatura especializada, analisadas no capítulo anterior, acerca da escolha de Dilma pelo retorno à ortodoxia neoliberal como estratégia de recuperação da economia – em forte contraste, portanto, com a avaliação positiva da mesma proveniente das agências. Como apresentado, ao fim e ao cabo, a crise econômica apenas se agravaria – ainda que não se tenha

a pretensão, nesta pesquisa, de se atribuir tal agravamento apenas aos parâmetros norteadores da política econômica levada a cabo por Levy. Por fim, uma consequência direta da chancela das agências ao retorno à ortodoxia econômica foi que, diante do fracasso de seus resultados, as críticas se voltaram, em diversas ocasiões, à conduta da economia que vigorou ao longo do primeiro mandato da presidente – sempre isentando de culpa os esforços da equipe econômica do segundo governo.

A crise política e de governabilidade, por seu turno, mencionada em praticamente todos os relatórios do período, não pode ser devidamente compreendida sem a percepção de que as agências de *rating* são, elas próprias, também atores políticos – conforme denunciado por Sinclair (2005) e melhor apresentado no primeiro capítulo desta dissertação. A consequência disso é que – conquanto não se possa, diante da metodologia utilizada neste trabalho, afirmar se propositadamente ou não – o discurso negativo acerca do cenário de crise, sempre presente em suas manifestações, atuou no sentido de agravá-lo, uma vez que as agências fazem parte do mesmo contexto em que os demais atores políticos estavam inseridos. Em outras palavras, é plausível considerar que a repercussão das reiteradas avaliações negativas emitidas pelas agências contribuiu para a conformação do ciclo vicioso que se assistiu nos desdobramentos políticos durante o segundo mandato de Dilma: impactados pelas manifestações negativas, atores políticos se inflamavam ainda mais contra o governo, o que alimentava novas avaliações negativas e assim por diante.

Isto posto, volta-se agora à identificação dos abundantes elementos que denunciam a ofensiva das agências contra o governo no período em questão. Um breve interregno, contudo, pode ser observado logo no primeiro relatório divulgado pela S&P, em março de 2015. Na ocasião, como visto na seção precedente, a empresa manifestou surpresa e aprovação com o novo rumo de austeridade tomado pela economia, o que, conforme o comunicado, já gerava a expectativa de uma "melhora gradual no ambiente de negócios" e poderia gerar as condições necessárias a melhores *ratings*. A trégua, no entanto, seria passageira, ao passo em que a aposta se mostraria equivocada.

Isso porque, até julho de 2015, as três empresas já haviam colocado a nota do país em perspectiva negativa, o que, a partir de então, suscitou a ocorrência de chantagens – *modus operandi* identificado por Ywata (2012) – por parte das agências, com o condicionamento do grau de investimento à capacidade do governo de promover os ajustes por elas exigidos. Em meio à crise de relacionamento com o Congresso, a estratégia do governo, como já analisado, foi inviabilizada. É diante disso

que, a partir de setembro, o país teria o grau de investimento gradativamente retirado por cada uma das empresas. Nas palavras de Singer (2018, p. 218) a "batalha do grau de investimento" – que vinha então se desdobrando com maior intensidade – seria perdida.

Nesse sentido, como apresentado, a primeira a promover o retorno do Brasil ao grau especulativo foi a S&P, no dia 9 de setembro de 2015. É importante notar que, conforme já sugerido e como se pode observar no relatório em que justificou a ação, a empresa exaltava os esforços de Levy para ajustar as contas públicas, ao mesmo tempo em que mencionava o caos político e a deterioração da situação fiscal do país. Chama a atenção, contudo, a menção precoce, no documento, a um eventual *impeachment* da presidente Dilma. Dada a posição que ocupam no sistema financeiro internacional e tendo em vista o fato de que as declarações das agências são frequentemente incorporadas ao discurso de políticos ideologicamente a elas alinhados, é plausível considerar que já se conferia, a partir de então, uma aura de legitimidade ao processo que só se iniciaria meses depois. Mais reflexões sobre a relação entre as agências de *rating* e o *impeachment* serão apresentadas em parágrafos subsequentes.

Antes, não obstante, convém analisar os impactos incidentes sobre o cenário político decorrentes da perda do grau de investimento. Novamente, a queda de categoria da classificação de risco brasileira foi usada politicamente pela oposição ao governo, como evidenciado pelas declarações de Aécio Neves, um dia após a ação da S&P, contribuindo ainda mais para a deterioração do contexto em questão. É a postura do próprio PT frente a este evento, no entanto, que merece ser mais bem analisada. Isto porque o partido, ao longo de mais de uma década, atuou no sentido de legitimar as ações das agências enquanto entidades técnicas e neutras, de modo a fortalecer sua credibilidade. Exemplos desse comportamento foram apresentados na seção precedente, quando da obtenção do grau de investimento durante o governo Lula ou da elevação da nota brasileira, ao longo do primeiro ano do próprio governo Dilma – quando o Ministério da Fazenda (2011) declarou que a melhora da avaliação era "reconhecimento de que a política econômica estava na direção correta". Ao ser atacado pelas agências de *rating*, contudo, o governo do PT, como também já apresentado, buscou desqualificá-las, o que, além de contraditório, se mostrou inócuo diante de uma postura de longa data voltada a respaldar a atuação dessas empresas.

A partir de então, novos rebaixamentos de nota, com a retirada do grau de investimento pela Fitch e pela Moody's, evidenciariam as pressões das agências pela austeridade econômica, ao mesmo tempo em

que contribuíam para inflamar e respaldar o comportamento da oposição ao governo. Convém novamente destacar o respaldo das agências à figura do ministro da Fazenda, com a analista da Fitch, Shelly Shetty, ameaçando o governo com possíveis novos rebaixamentos caso ele fosse retirado do cargo, conforme a apresentada reportagem do jornal Valor Econômico (2015). Ao mesmo tempo, até o final do governo Dilma, as menções ao seu *impeachment* nos relatórios apresentados, como visto, tornar-se-iam cada vez mais frequentes, o que suscita reflexões acerca de eventuais interesses das empresas na destituição da presidente.

Isto porque, no dia 29 de outubro, o PMDB (2015), na figura do então vice-presidente, Michel Temer, lançou ao público um documento intitulado "Uma ponte para o futuro", que contemplava um conjunto de medidas, em diversos níveis, necessárias, na visão do partido, à recuperação econômica do Brasil. De caráter marcadamente neoliberal e alinhado ao Consenso de Washington, a proposta sinalizava os parâmetros de um eventual governo Temer, ainda que, disfarçadamente, fora apresentada como sugestões ao governo Dilma. Conforme criticado por Carvalho (2018, p. 170), a Ponte para o Futuro consistia, na realidade, em um "túnel para o passado": "As propostas partiam do diagnóstico de que o ajuste fiscal conjuntural era insuficiente, pois os direitos adquiridos pela sociedade brasileira no período de redemocratização já não caberiam no Orçamento público". Desta feita, diante da afinidade ideológica entre tais propostas e as agências de *rating*, torna-se plausível especular que um eventual *impeachment*, de fato, interessava a elas.

Não é possível, no entanto, tendo como base os presentes métodos e materiais, afirmar que as agências agiram conscientemente em prol da destituição de Dilma. O que se pode factualmente observar, contudo, é que o ativismo das agências ganhou um inesperado impulso ao longo do andamento do processo. Um exemplo é o descumprimento do prazo estabelecido pela própria Fitch para uma reavaliação do país no dia 15 de outubro, quando rebaixou o *rating* brasileiro e definiu que um novo rebaixamento poderia ocorrer entre 12 e 18 meses depois. Entretanto, somente dois meses depois, logo após a aceitação do processo pela Câmara, a empresa voltou a rebaixar a nota do Brasil. Seguindo a tendência, até o seu afastamento da presidente, em maio de 2016, três novos rebaixamentos ocorreriam – novamente em um curto espaço de tempo. No último comunicado da S&P durante o governo Dilma, em 5 de maio, o *impeachment* já era explicitamente considerado "uma oportunidade para promover ajustes e reformas econômicas". Chegava-se, por conseguinte, à substituição de um governo pressionado e criticado pelas agências por outro que se alinhava a suas demandas e sugestões.

#### 4.4 CONCLUSÃO

Este capítulo descreveu como se deu a atuação das agências de *rating* no Brasil, entre janeiro de 2011 e maio de 2016, de modo a evidenciar as pressões que exerceram sobre o governo Dilma, no sentido de constrangê-lo a se alinhar aos ditames do Consenso de Washington. A análise desenvolvida demonstra também que a compreensão dos desdobramentos ocorridos nesse período não pode prescindir de se levar em conta a atuação dessas empresas, que detêm considerável influência sobre a dinâmica financeira internacional e cujas ações, portanto, impactam sobremaneira sobre a realidade econômica e política dos Estados por elas avaliados. A divisão do governo Dilma em três etapas, implementada nas duas seções precedentes para fins analíticos, permite também perceber como as agências tendem a atuar pró-ciclicamente, como se pode observar no quadro a seguir, que busca reunir os eventos apresentados no capítulo anterior com a atuação das agências exploradas no presente capítulo.

QUADRO 3: O GOVERNO DILMA E AS AGÊNCIAS DE *RATING* (2011-2016).

Ano	Governo Dilma	Agências de <i>Rating</i>
2011	- Primeiro semestre de governo com medidas econômicas restritivas; - Lançamento da NME; - Conjuntura internacional favorável, segundo teoria de Campello (2015).	- Manutenção da trajetória ascendente do <i>rating</i> brasileiro; - Apoio à política econômica implementada.
2012		
2013	- Fracasso e desmonte da NME; - Gradual reversão da conjuntura internacional favorável; - Levantes sociais em junho de 2013; - Escândalos de corrupção e investigações judiciais;	- Período de inflexão na trajetória do <i>rating</i> e de oposição eleitoral discreta. - Críticas aos desdobramentos no plano econômico.
2014		

	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Deterioração das contas públicas;</li> <li>- Polarização política na corrida eleitoral;</li> <li>- Reeleição.</li> </ul>	
2015	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Guinada à direita na condução da política econômica;</li> <li>- Estelionato eleitoral e perda de apoio popular;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aumento das pressões sobre o governo;</li> <li>- Novos rebaixamentos de nota e retirada do grau de investimento;</li> <li>- Ativismo durante o processo de <i>impeachment</i>.</li> </ul>
2016	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Conjuntura internacional adversa.</li> <li>- Crises política e de governabilidade;</li> <li>- Fracasso da política econômica;</li> <li>- Investigações judiciais;</li> <li>- <i>Impeachment</i>.</li> </ul>	

Fonte: Elaboração do autor.

Desta maneira, o que se pode perceber é que, na primeira etapa, que compreende o biênio de 2011 e 2012, os cenários político e econômico permaneciam estáveis, o que se refletiu em seus posicionamentos perante o governo; o segundo período, marcado pelo começo das instabilidades políticas e pela percepção do fracasso da política econômica levada a cabo pela equipe de Dilma, assiste às declarações dúbias das agências em 2013 e à sua oposição eleitoral no pleito de 2014; por fim, no cenário econômica e politicamente desolador que se estabelece no segundo mandato de Dilma, as agências partem para a ofensiva contra o governo, pressionando-o abertamente a adotar as políticas por elas defendidas. Uma vez explicitada tal realidade, confirma-se a hipótese proposta nesta pesquisa.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ainda que nem sempre seja perceptível, as agências de *rating* estão cotidianamente presentes no dia a dia de indivíduos mundo afora. Essa presença, contudo, pode se manifestar e ser identificada de distintas maneiras. Desde uma entrevista de um de seus executivos em um noticiário televisionado até falências ou demissões em massa acarretadas por uma fuga de capitais de seu país. Desde uma variação da nota de crédito nacional – que pouco significado possui para a ampla maioria da população – até mudanças legislativas e constitucionais, que incidem de formas variadas sobre as vidas de seus cidadãos. Entender os impactos da atuação das agências de *rating*, assim como suas origens e motivações, é uma necessidade premente da realidade de globalização financeira em que Estados e, conseqüentemente, pessoas estão imersos. Compreendê-las adequadamente é um desafio que exige esforços e experimentações acadêmicas, sempre suscetíveis às armadilhas do caráter historicamente situado de seus autores, influenciados pelas ideologias hegemônicas de seus tempos.

O esforço empreendido nesta dissertação visou a confrontar diretamente esta realidade. Empresas privadas, que se propõem a realizar avaliações técnicas e politicamente neutras em prol de uma melhor alocação de recursos financeiros em nível global, as agências, *a priori*, não se justificariam enquanto objeto de pesquisa nas áreas de Ciência Política ou Relações Internacionais. Entretanto, uma vez revelados pela literatura o caráter político da globalização financeira e a atuação ideológica das instituições da governança econômica global, novas perspectivas se colocam à disposição dos que almejam melhor compreender os atores e mecanismos que compõem esse cenário. É diante disso que este trabalho buscou selecionar e conjugar as teorias – julgadas pelo autor – capazes de proporcionar um entendimento correto do papel das agências de *rating* na globalização financeira e, por consequência, na dinâmica política e econômica dos Estados nacionais afetados por esses atores.

Desta feita, compreender a globalização financeira como um desdobramento do capitalismo dos Estados Unidos, que serviu à projeção de seu poder estrutural, conforme as teorias apresentadas no primeiro capítulo desta dissertação, despontou como um imperativo. Neste processo, o espraiamento de práticas e instituições estadunidenses para os países absorvidos pelos movimentos globalizantes, que resultou na correspondente abertura de suas economias e reestruturação de seus espaços socioeconômicos segundo as referidas práticas e orientados por instituições americanas, ecoa na literatura como uma de suas possíveis definições (KONINGS, 2011; PANITCH & GINGIN, 2013). É diante

disso que se pode melhor compreender o alinhamento das agências de *rating* ao Consenso de Washington – cujos preceitos se difundiram pelas instituições da governança econômica global na era da globalização financeira – e o papel central que passaram a ocupar na dinâmica financeira internacional. Instituições eminentemente norte-americanas, as agências, como respaldado pelo marco teórico apresentado, também se projetaram e passaram a operar globalmente na nova realidade que desde então se configurou.

Como observado por Williamson (1993), o receituário de políticas propostas pelo Consenso de Washington visava, em última instância, à adequação de países – sobretudo os emergentes, mais necessitados e suscetíveis a serem constrangidos nesse sentido – à realidade e às necessidades impostas pelas finanças globalizadas. É operando nas estruturas financeiras da economia global, por conseguinte, que as agências de *rating* se tornaram responsáveis pela manutenção de sua coerência interna, por meio da propagação dos preceitos consensuais para esta finalidade. A partir dessa percepção, lançaram-se as bases, no primeiro capítulo desta dissertação, para a hipótese trabalhada, que se respaldou teoricamente também em teorias críticas à atuação das agências. Travestidas de neutralidade e tecnicismo, estas empresas são atores eminentemente políticos, cujo ativismo na economia política de Estados nacionais se forja e se respalda no caráter falsamente científico dos *ratings* que emitem (SINCLAIR, 2005; PAUDYN, 2014). Daí que, como também apontado pelo capítulo em questão, tornam-se um poderoso canal de pressão do mundo financeiro sobre governos nacionais, cujos efeitos e intensidade variam conforme o desenvolvimento de suas economias, suas orientações político partidárias e as conjunturas internacionais em que se situam (CAMPELLO, 2015; MOSLEY, 2003).

No caso do Brasil, durante os governos de Dilma Rousseff (2011-2016), oriunda de um partido de esquerda e à frente de uma economia emergente situada em uma conjuntura internacional instável, a atuação das agências de *rating* ofereceu variadas evidências de como podem atuar para constranger um governo nacional a se alinhar às políticas do Consenso de Washington. A compreensão desta atuação, no entanto, passou pela construção de uma narrativa para o contexto em que a participação das empresas poderia ser observada. É diante disso que esta dissertação buscou contribuir também com um maior esclarecimento de eventos de ordens política e econômica ocorridos ao longo do governo Dilma. Da ascensão e falência da NME às crises econômica e política que culminaram no *impeachment* da presidente, os debates acadêmicos que buscam compreender tais processos ainda são intensos enquanto se redige

este trabalho. A contribuição, no entanto, constrói-se a partir da inserção das agências de *rating* nesse cenário – atores, conforme sugerido em diversos momentos, comumente negligenciados pela literatura. Propôs-se, desse modo, uma nova perspectiva para os acontecimentos situados no período – cujas consequências se farão sentir, sem se pretender incorrer no risco de exageros, para a eternidade da história do país.

A inserção das agências de *rating* no contexto delimitado pelo governo Dilma demonstrou, assim, a plausibilidade da hipótese proposta. Na divisão do período em três etapas, em que se buscou organizar o terceiro capítulo, as pressões exercidas pelas empresas sobre o governo, em prol da adesão aos preceitos neoliberais, não foram homogêneas em sua materialização formal nem em suas intensidades. Ressalta-se ainda que tampouco esta dissertação teve a pretensão de esgotá-las, mesmo levando-se em conta apenas o caso selecionado. A proposta, na análise desenvolvida, foi de apenas oferecer evidências de que os constrangimentos existem e que podem se apresentar de diversas maneiras. Daí que se optou, por questões metodológicas, por apresentá-los pela via do *rating*, dos relatórios das empresas e de eventuais declarações de seus representantes em canais de mídia. Desta feita, pôde-se também perceber uma atuação pró-cíclica das agências, conforme demonstrado em cada um dos três períodos em que se dividiu o governo Dilma, de modo que as pressões exercidas se refletiram, em alguma medida, nos desdobramentos econômicos e políticos internos ao país.

Estas conclusões, embora relativas ao caso brasileiro, podem oferecer algumas generalizações acerca do *modus operandi* das agências. Em primeiro lugar, o caráter ideológico e político de suas atuações mostrou-se evidente, o que as descredencia enquanto apenas avaliadoras neutras e técnicas da credibilidade de instrumentos de dívida, corroborando as perspectivas teóricas apresentadas. As consequências desta observação devem ser levadas em conta pela diversidade de países que tenham de lidar com essas empresas – ou seja, todos os que optaram por se integrar à globalização financeira. Em segundo lugar, isto significa que suas opiniões e *ratings* emitidos devem sempre ser relativizados e, conquanto não se possa ignorar a influência que possuem sobre o fluxo global de capitais, seu uso político e suas interferências no jogo democrático devem ser repelidos. Tal necessidade se mostra especialmente urgente diante do potencial que as agências possuem para interferir em pleitos eleitorais – nos quais podem declarar abertamente seus respectivos votos, conforme demonstrado. Isto se mostra especialmente problemático para governos de orientação de esquerda, que

divergem ideologicamente dos preceitos com os quais as agências se alinham.

Ademais, destas conclusões emergem novas possibilidades e necessidades de pesquisa. Mesmo que entendido o caráter ideológico e político da atuação das agências de *rating* e tendo-se percebido as vias pelas quais as pressões que exercem se materializam, os impactos destas sobre a autonomia de governos nacionais permanecem obscuros quanto a seus mecanismos e a suas relações de causalidade. Isto poderia ser observado, por exemplo, a partir do fluxo de entrada e de saída de capitais de países após as manifestações das agências – o que demandaria a construção de um elo de causalidade inviável com a metodologia adotada neste trabalho. A mesma limitação metodológica se evidenciaria no – necessário – caso de se analisar a influência que essas empresas tiveram nos desdobramentos ocorridos no Brasil durante o período considerado. Embora tenha-se esclarecido que as agências fizeram parte do cenário e participaram dos eventos que se desdobraram ao longo dos governos de Dilma, os reais impactos de suas ações não puderam se revelar com exatidão, o que exigiria entrevistas com atores do governo, por exemplo, assim como uma compreensão mais ampla dos impactos de suas opiniões sobre a sociedade civil. Em todo caso, espera-se que sobre as bases lançadas por esta pesquisa aspectos como esses possam ser futuramente esclarecidos.

A contribuição que se busca legar com esta dissertação se manifesta, por conseguinte, em duas frentes. Primeiramente, como sugerido em diversas ocasiões ao longo deste trabalho, esclarecimentos quanto às agências de *rating* se colocam como urgentes diante tanto da importância que estes atores possuem no sistema financeiro internacional quanto frente a suas recorrentes participações em crises financeiras de proporções globais, que arruinam vidas e países. Em segundo lugar, conforme também já apontado, no caso do Brasil, montar o quebra-cabeças – em alusão ao título da obra de Singer (2018) – do governo Dilma com todas as suas peças se coloca como um desafio à academia brasileira em sua missão de compreender a realidade nacional e de esclarecer as perspectivas para o país, sobretudo diante do contexto de crise que se constrói e se vem acentuando durante e após o período analisado. Buscou-se, a partir desta percepção, fornecer a peça concernente às agências de *rating*.

Finalmente, diante do apresentado, este trabalho como um todo se propõe também a contribuir com a vasta literatura que reflete sobre as perspectivas de governança democrática em meio ao contexto de globalização financeira. Este tipo de debate – com raízes históricas no

capitalismo democrático, como observado por Streeck (2012) – voltou a ostentar sua relevância em meio aos desdobramentos da crise financeira global desencadeada em 2008. Se a economia deve servir à sociedade ou se a sociedade deve se submeter à dinâmica financeira é, como se buscou sugerir nesta pesquisa, uma questão de política. É na política que a disputa pelo poder acontece e o Estado é a arena que permite conduzi-la por vias democráticas. Daí as consequências de sua minimização, como propagado pelas agências de *rating* e pelo Consenso de Washington, serem graves, porém reversíveis.

## 6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AQUANNO, Scott. US Power and the International Bond Market: Financial Flows and the Construction of Risk Value. In: PANITCH, Leo; KONINGS, Martijn (eds.). **American Empire and the Political Economy of Global Finance**. Palgrave Macmillan, 2009.

BARTA, Zsófia; JOHNSTON, Alison. Rating politics? Partisan discrimination in credit ratings in developed economies. **Comparative Political Studies**, pp. 1-34, 2017.

BELLUZZO, Luiz G.; CARNEIRO, Ricardo. Globalização e integração perversa. **Política Econômica em Foco**, n.1, 2003.

BIELSCHOWSKY, Ricardo. **Pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimentismo**. Contraponto, 1995.

BINICI, Mahir; HUTCHISON, Michael; MIAO, Evan W. Are credit ratings agencies discredited? Measuring market price effects from agencies sovereign debt announcements. **BIS Working Paper 704**, 2018.

BOITO JR., Armando; BERRINGER, Tatiana. Brasil: classes sociais, neodesenvolvimentismo e política externa nos governos Lula e Dilma. **Revista de Sociologia e Política**, v. 21, n. 47, pp. 31-38, 2013.

BOITO JR., Armando. A crise política do neodesenvolvimentismo e a instabilidade da democracia. **Crítica Marxista**, n. 42, pp. 155-162, 2016.

BOIX, Carles. Partisan Governments, the International Economy, and Macroeconomic Policies in Advanced Nations, 1960–93. **World Politics**, n. 53, pp. 38-73, 2000.

BOLTON, Patrick; FREIXAS, Xavier; SHAPIRO, Joel. **The credit ratings game**. Disponível em: <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/pbolton/papers/CreditratingsJoel.pdf>> Acessado em 19 de dezembro de 2017.

BRESSER-PEREIRA, Luiz C. O governo Dilma frente ao tripé macroeconômico e à direita liberal e dependente. **Novos Estudos**, 95, pp. 5-14, 2013.

BUGARIN, Maurício. **Por que Lula-Pallosci-Meirelles funcionou e Dilma-Levy-Tombini não?** Uma análise baseada na teoria econômica da sinalização. 2017. Acessado em 12 de março de 2018 e disponível em <<http://www.brasil-economia-governo.org.br/?p=2851>>.

CAGNIN, Rafael F.; PRATES, Daniela M.; DE FREITAS, Maria C. P.; NOVAIS, Luís F. A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012). **Novos Estudos**, 97, pp. 169-185, 2013.

CAMPELLO, Daniela. **The politics of market discipline in Latin America:** globalization and democracy. Cambridge University Press, 2015.

CARVALHO, Fernando C. de. Mudanças no papel e nas estratégias do FMI e perspectivas para países emergentes. In: FERRARI FILHO, Fernando; DE PAULA, Luiz F. (orgs.). **Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta**. Editora Vozes, 2004.

CARVALHO, Fernando C. de; SOUZA, Francisco E. P. De; SICSÚ, João; PAULA, Luiz F. R. De; STUDART, Rogério. **Economia Monetária e Financeira:** teoria e política. Editora Campus, 2007.

CARVALHO, Laura. **Valsa brasileira:** do boom ao caos econômico. Editora Todavia, 2018.

CASTELAN, Daniel R. Esquerdas na América do Sul: padrões de inserção internacional e constrangimentos aos programas de proteção social. **IPEA, Texto para Discussão 1861**, 2013.

CHESNAIS, François. **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1996.

COHEN, Benjamin J. **Currency and State Power**. Paper presented at APSA 2010 Annual Meeting, 2010.

DE CONTI, Bruno. A disciplina imposta à periferia: do FMI às agências de rating. In: BELLUZZO, Luiz G.; BASTOS, Pedro P. Z. (orgs.). **Austeridade para quem? Balanço e perspectivas do governo Dilma Rousseff**. São Paulo: Carta Maior, 2015.

DOWBOR, Ladislau. **A era do capital improdutivo**: a nova arquitetura do poder, sob dominação financeira, sequestro da democracia e destruição do planeta. São Paulo: Outras Palavras & Autonomia Literária, 2017.

**EUROMONEY**. Brazil guide: Brazils credit rating strengthening while the world weakens. 2012. Acessado em 13 de abril de 2018 e disponível em <<https://www.euromoney.com/article/b12kjm4816gk67/brazil-guide-brazils-credit-rating-strengthening-while-the-world-weakens>>.

**EXAME**. Standard & Poor's cobra mais ação e menos discurso do Brasil. 2013. Acessado em 30 de junho e disponível em <<https://exame.abril.com.br/economia/standard-poor-s-cobra-mais-acao-e-menos-discurso-do-brasil/>>.

**FITCH RATINGS**. Definições de ratings e outras formas de opinião. **Fitch Ratings**, 2015.

\_\_\_\_\_. Sovereign Rating Criteria. **Fitch Ratings**, 2018.

**FOLHA DE S. PAULO**. Avaliação Datafolha da presidente Dilma. Acessado em 15 de abril de 2018 e disponível em <<https://www1.folha.uol.com.br/infograficos/2015/02/118652-avaliacao-datafolha-da-presidente-dilma.shtml>>.

\_\_\_\_\_. Meirelles e Mantega esperam melhor rating para o Brasil. 2010. Acessado em 12 de agosto de 2018 e disponível em <<https://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u720852.shtml>>.

\_\_\_\_\_. Fitch quer que próximo governo do Brasil ajuste políticas fiscais. 2014. Acessado em 2 de março de 2018 e disponível em <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2014/04/1438591-fitch-quer-que-proximo-governo-do-brasil-ajuste-politicas-fiscais.shtml>>.

\_\_\_\_\_. Governo age para segurar nota de risco do país. 2015. Acessado em 13 de maio de 2018 e disponível em <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/07/1651035-governo-age-para-segurar-nota-de-risco.shtml>>.

\_\_\_\_\_. Moody's corta nota do Brasil, mas vê perspectiva estável. 2015. Acessado em 13 de maio e disponível em

<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/mercado/229209-moodys-corta-nota-do-brasil-mas-ve-perspectiva-estavel.shtml>>.

\_\_\_\_\_. Para acalmar agências de risco, governo envia proposta de CPMF. 2015. Acessado em 28 de agosto de 2018 e disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/poder/2015/09/1684938-governo-proposta-de-criacao-da-cpmf-ao-congresso.shtml>>.

FRIEDMAN, Thomas L. Foreign affairs; Don't Mess with Moody's. **The New York Times**, 1995. Acessado em 17 de novembro de 2017 e disponível em <https://www.nytimes.com/1995/02/22/opinion/foreign-affairs-don-t-mess-with-moody-s.html>>.

FRYDMAN, Roman; GOLDBERG, Michal D. Lehman Brothers collapse: was capitalism to blame? **The Guardian**, 2013. Acessado em 24 de janeiro de 2018 e disponível em <https://www.theguardian.com/business/2013/sep/13/lehman-brothers-was-capitalism-to-blame>>.

**G1.** Bancos privados têm margem para reduzir juros, diz Mantega. Acessado em 19 de julho de 2018 e disponível em <http://g1.globo.com/economia/seu-dinheiro/noticia/2012/04/bancos-tem-margem-para-reduzir-juros-diz-mantega.html>>.

\_\_\_\_\_. Mantega diz que política econômica segue mesmo sem ele em 2º mandato. Acessado em 14 de junho de 2018 e disponível em <http://g1.globo.com/economia/noticia/2014/10/mantega-diz-que-politica-economica-segue-mesmo-sem-ele-em-2-mandato.html>>.

\_\_\_\_\_. Fitch muda perspectiva de nota de crédito brasileira para negativa. 2015. Acessado em 14 de maio de 2018 e disponível em <http://g1.globo.com/economia/noticia/2015/04/fitch-muda-perspectiva-brasileira-para-negativa.html>>.

\_\_\_\_\_. Agência de avaliação de risco Fitch rebaixa a nota de crédito do Brasil. Acessado em 10 de abril de 2018 e disponível em <http://g1.globo.com/jornal-nacional/noticia/2015/10/agencia-de-avaliacao-de-risco-fitch-rebaixa-nota-de-credito-do-brasil.html>>.

GARRET, Geoffrey; LANGE, Peter. Political responses to interdependence: what's left for the left? **International Organization**, v. 45, n. 4, 1991.

GARRET, Geoffrey. **Partisan Politics in the Global Economy**. Cambridge: Cambridge University Press, 1998.

HARDIE, Iain. **Financialization and government borrowing capacity in emerging markets**. Palgrave Macmillan, 2012.

HARVEY, David. **O enigma do capital e as crises do capitalismo**. Editora Boitempo, 2010.

HIBBS JR., Douglas A. Political parties and macroeconomic policies. **The American Political Science Review**, v. 71, pp. 1467-87, 1977.

HOST, Alen; CVECIC, Igor; ZANINOVIC, Vinco. Credit rating agencies and their impact on spreading the financial crisis on the euro zone. **Ekon. Misao Praksa Dbk**, pp. 639-662, 2012.

IANONI, Marcus; CUNHA, Patrícia H. F. Coalizões e política macroeconômica nos governos Dilma: do tripé flexibilizado à volta do tripé rígido. **Ponto de Vista**, n. especial, 2018.

IOANNOU, Stefanos. **The political economy of credit rating agencies: the case of sovereign ratings**. Tese de Doutorado em Filosofia, The University of Leeds, 2016.

KONINGS, Martijn. **The development of American finance**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.

KONINGS, Martijn. PANITCH, Leo. The Politics of Imperial Finance. In: PANITCH, Leo; KONINGS, Martijn (eds.). **American Empire and the Political Economy of Global Finance**. Palgrave Macmillan, 2009.

KRASNER, Stephen G. Structural Causes and Regime Consequences: Regimes as Intervening Variables. **International Organization**, v. 36, n. 2, International Regimes, p. 185-205, 1982.

KRUCK, Andreas. Resilient blunderers: credit rating fiascos and rating agencies' institutionalized status as private authorities, **Journal of European Public Policy**, 2016. Acessado em 23 de fevereiro de 2018 e disponível em <<http://dx.doi.org/10.1080/13501763.2015.1127274>>

LEKS, Luten. **Credit rating agencies**: do the notorious big two influence domestic austerity policy? Dissertação de Mestrado em Administração Pública, Universiteit Leiden, 2016.

LIMA, Maria L. M. P. **Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais**: Condições de Inserção dos Países do Grupo da América Latina. São Paulo: Editora Bernal, 1997.

LOYOLA, Gustavo. Regime de metas para inflação agoniza. **Valor Econômico**, 2011. Acessado em 10 de agosto de 2018 e disponível em <<https://www.valor.com.br/opiniao/997940/regime-de-metas-para-inflacao-agoniza>>.

MATHIS, Jérôme; MCANDREWS, James; ROCHET, Jean-Charles. Rating the raters: are reputational concerns powerful enough to discipline rating agencies? **Journal of Monetary Economics**, v. 56, p. 657-674, 2009.

MELLO, Guilherme; ROSSI, Pedro. Do industrialismo à austeridade: a política macro do governo Dilma. **Texto para discussão do IE da Unicamp**, n. 309, 2017.

**MINISTÉRIO DA FAZENDA**. Nota à imprensa – Elevação Rating Brasil – S&P. 2011. Acessado em 3 de maio de 2018 e disponível em <<http://www.fazenda.gov.br/noticias/2011/novembro/nota-a-imprensa-elevacao-rating-brasil-s-p>>.

\_\_\_\_\_. Mudança na classificação de risco do País é inconsistente com economia brasileira, diz Fazenda. 2014. Acessado em 12 de setembro de 2018 e disponível em <<http://www.brasil.gov.br/economia-e-emprego/2014/03/mudanca-na-classificacao-de-risco-do-pais-e-inconsistente-com-economia-brasileira-diz-fazenda>>.

MOSLEY, Layna. **Global capital and national governments**. Cambridge University Press, 2003.

\_\_\_\_\_. Globalization and the State: still room to move? **New Political Economy**, v. 10, n. 3, 2005.

MOODY'S. Procedures and methodology used to determine credit ratings. **Moody's Investor Service**, 2018.

**O ESTADO DE S. PAULO**. Com S&P, País revive pesadelo do FMI. 2014. Acessado em 13 de setembro de 2018 e disponível em <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral/com-sep-pais-revive-pesadelo-do-fmi-imp-,1141413>>.

**O GLOBO**. As reações em 2008 e agora à nota de crédito do Brasil. 2015. Acessado em 13 de agosto de 2018 e disponível em <<https://oglobo.globo.com/economia/as-reacoes-em-2008-agora-nota-de-credito-do-brasil-17451231>>.

\_\_\_\_\_. S&P muda nota brasileira de estável para negativa. 2015. Acessado em 3 de setembro de 2018 e disponível em <<https://oglobo.globo.com/economia/sp-muda-perspectiva-da-nota-brasileira-de-estavel-para-negativa-16990249>>.

OREIRO, José L.; AGOSTINI, Luciano. **From Lula Growth Spectacle to the Great Recession (2003-2015):** Lessons of the management of the macroeconomic tripod and macroeconomic challenges for restoring economic growth in Brazil. 2016. Acessado em 13 de março de 2018 e disponível em <<http://joseluisoreiro.com.br/site/link/eca7eac82f16c20f9c2c75cb375ecbc01489ea2f.pdf>>.

PANITCH, Leo; GINDIN, Sam. **The making of global capitalism:** the political economy of American empire. Verso, 2012.

PARTNOY, Frank. How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers. **San Diego Legal Studies**, p. 7-46, 2006. Disponível em: <<http://lamfin.arizona.edu/fixi/creditmod/Portnoy.pdf>> Acessado em 15 de dezembro de 2017.

PAUDYN, Bartholomew. **Credit ratings and sovereign debt:** the political economy of creditworthiness through risk and uncertainty. Palgrave Macmillan, 2014.

PAULA, Luiz F. de. **Financial Liberalization and Economic Performance: Brazil at the crossroads**. Routledge Studies in the Modern World Economy, 2012.

PAULANI, Leda M. **Capitalismo financeiro e estado de emergência econômico no Brasil: o abandono da perspectiva do desenvolvimento**. In: I Colóquio da Sociedade Latino Americana de Economia Política e Pensamento Crítico, 2006, Santiago, 2006.

\_\_\_\_\_. A experiência brasileira entre 2003 e 2014: neodesenvolvimentismo? **Cadernos do Desenvolvimento**, v. 12, n. 20, pp. 135-155, 2017.

PINTO, Eduardo C. O novo normal da economia mundial e o Brasil: crise e perspectivas comparadas. **Economistas**, n. 20, pp. 34-39, 2016.

POLANYI, Karl. **A Grande Transformação: As origens de nossa época**. Editora Campus, 2012.

POWER, Timothy J.; ZUCCO JR., Cesar. Estimating ideology of Brazilian legislative parties, 1990-2005. **Latin American Research Review**, Vol. 44, No. 1. 2009.

**PSDB**. Declaração de Aécio Neves sobre corte na nota de crédito do Brasil. 2014. Acessado em 14 de setembro de 2018 e disponível em <<http://www.psdb.org.br/to/declaracao-de-aecio-neves-sobre-corte-na-nota-de-credito-do-brasil/>>.

RODRIGUES, Fernando. Sucesso de Dilma deteriora a economia, diz Santander a clientes ricos. **Blog do Fernando Rodrigues**, 2014. Acessado em 14 de março de 2018 e disponível em <<https://fernandorodrigues.blogosfera.uol.com.br/2014/07/25/sucesso-de-dilma-deteriora-economia-diz-santander-a-clientes-ricos/>>.

RODRIK, Dani. **The globalization paradox: why global markets, states and democracy can't coexist**. Oxford University Press, 2011.

S&P. Metodologia de ratings soberanos. **S&P Global Ratings**, 2017.

SANTOS, Fabiano. Convergências e divergências entre liberalismo e social democracia: novos termos de um velho debate. **Revista Online Liberdade e Cidadania**, n. 3, 2009.

SANTOS, Fabiano; ALMEIDA, Acir. Mobilidade de capital, atores de veto e distribuição na América Latina durante a virada à esquerda. **IPEA, Texto para discussão 2325**, 2017.

SANTOS, Fabiano; PAULA, Luiz Fernando de; MARCO, Tamyres R. de. **O projeto desenvolvimentista dos governos de Lula e Dilma**: uma análise político-econômica. Paper apresentado no XI Encontro da ABCP, 2018.

SATO, Eiti. **Economia e Política das Relações Internacionais**. Rio de Janeiro: Fino Traço, 2012.

SCHINELLER, Lisa. Brazil's economic success is based on more than the demand for natural resources. **Americans Quarterly**. 2012.

Acessado em 16 de junho de 2018 e disponível em <https://www.americasquarterly.org/node/3811>.

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

SINGER, André. Cutucando onças com varas curtas: O ensaio desenvolvimentista no primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-2014). **Novos Estudos**, 102, pp. 39-67, 2015.

\_\_\_\_\_. **O lulismo em crise**: um quebra-cabeça do período Dilma (2011-2016). São Paulo: Companhia das Letras, 2018.

STRANGE, Susan. **States and Markets**. Continuum, 1996.

STREECK, Wolfgang. As crises do capitalismo democrático. **Novos Estudos**, v. 92, 2012.

TESOURO NACIONAL. **Classificação de risco da República Soberana do Brasil**. 2018. Acessado em 14 de setembro de 2018 e disponível em <http://www.tesouro.gov.br/en/classificacao-de-risco>.

VAALER, Paul. M.; SCHRAGE, Burkhard; N., & BLOCK, Steven A. Elections, opportunism, partisanship and sovereign ratings in developing countries, **Review of Development Economics**, v. 10, p. 154-170, 2006.

VACCARI, Gabriel S.; PEREZ, Reginaldo T. A doxa política das finanças: o discurso dos banqueiros diante da nova matriz econômica do governo Dilma Rousseff (2011-2014). **Revista Eletrônica de Ciência Política**, v.8, n. 3, pp. 89-111, 2017.

**VALOR ECONÔMICO**. S&P diz que não vê Brasil se movendo para rating de grau especulativo. 2014. Acessado em 13 de julho e disponível em <<https://www.valor.com.br/financas/3751500/sp-diz-que-nao-ve-brasil-se-movendo-para-rating-de-grau-especulativo>>.

\_\_\_\_\_. Fitch diz que, sem Levy, teria que analisar o novo ambiente. 2015. Acessado em 18 de abril de 2018 e disponível em <<https://www.valor.com.br/financas/4273094/fitch-diz-que-sem-levy-teria-que-analisar-o-novo-ambiente>>.

WHITE, Lawrence J. Credit rating agencies: an overview. **Annual Review of Financial Economics**, v. 5, pp. 93-122, 2013.

WILLIAMSON, John. Democracy and the Washington Consensus. **World Development**, 1993, v. 21, nº 8, pp. 1329-1336.

YWATA, Ricardo K. **Ordem Mundial e Agências de Rating**: o Brasil e as agências na era global (1996-2010). São Paulo: Editora Senac, 2012.