



Texto para Discussão 011 | 2023

Discussion Paper 011 | 2023

Como a financeirização restringe o “policy space” doméstico?

Lições da experiência do Brasil com as agências de *rating*

Pedro Lange Netto Machado

Doutorando em Ciência Política do Instituto de Estudos Sociais e Políticos da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (IESP-UERJ)

Doutorando visitante na Freie Universität Berlin, com bolsa do DAAD.

Luiz Fernando de Paula

Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ)

Coordenador do Grupo de Estudos de Economia e Política (GEEP/IESP-UERJ)

Bolsista de produtividade do CNPq

Cientista do Nosso Estado da FAPERJ.

This paper can be downloaded without charge from

<https://www.ie.ufrj.br/publicacoes-j/textos-para-discussao.html>

Como a financeirização restringe o “policy space” doméstico?

Lições da experiência do Brasil com as agências de *rating*¹

Março, 2023

Pedro Lange Netto Machado

Doutorando em Ciência Política do Instituto de Estudos Sociais e Políticos da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (IESP-UERJ)

Doutorando visitante na Freie Universität Berlin, com bolsa do DAAD.

E-mail: pedrolangenm@iesp.uerj.br

ORCID: 0000-0003-2457-946X

Luiz Fernando de Paula

Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ)

Coordenador do Grupo de Estudos de Economia e Política (GEEP/IESP-UERJ)

Bolsista de produtividade do CNPq

Cientista do Nosso Estado da FAPERJ.

Email: luiz.fpaula@ie.ufrj.br

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9770-516X>

¹ Versão em inglês deste artigo está sendo publicado na *Brazilian Journal of Political Economy*

Resumo

O artigo examina as restrições impostas pela financeirização sobre o *policy space* doméstico, em especial de economias emergentes, à luz da atuação das agências de *rating*. A hipótese de trabalho é que essas agências, em sua interação com governos, atuam para reduzir o *policy space* a partir da posição que ocupam no sistema financeiro internacional. Nesse sentido, tanto através da atribuição de *ratings* soberanos quanto no plano discursivo, elas operam em prol da implementação de uma agenda de interesse do mercado financeiro. A metodologia do artigo consiste no estudo de caso do Brasil, com base nos *ratings* e relatórios emitidos por S&P Global, Moody's e Fitch Ratings sobre o país, que evidenciam que tais agências dispõem de um variado repertório para promover a agenda ortodoxa neoliberal no processo político e econômico nacional.

Palavras-chave: financeirização, “policy space”, agências de *rating*; Brasil

How does financialisation restrict domestic policy space? Lessons from the Brazil's experience with rating agencies

Abstract

This paper analyzes the restrictions imposed by financialization on domestic policy space, especially in emerging economies, in the light of credit rating agencies' actions. The working hypothesis is that these agencies, in their interaction with governments, act to constrain the policy space from their position in the international financial system. In this vein, they operate in favor of the financial markets' agenda both through the issuance of sovereign ratings and at the discursive level. The methodology draws on the case study of Brazil, based on sovereign ratings and reports issued by S&P Global, Moody's and Fitch Ratings, which shows that such agencies have a wide repertoire to promote the orthodox neoliberal agenda in the national political and economic process.

Keywords: financialization; policy space; credit rating agencies; Brazil

JEL: F62; F65; Y80

1 Introdução

Como o contexto de financeirização constrange o *policy space* doméstico², em especial de economias emergentes? Este estudo examina a questão à luz da atuação das agências de *rating*, que se tornaram atores centrais na ordem financeira contemporânea. Dentre a miríade de atores e instituições que compõem o que se convencionou chamar de “mercado financeiro”, as agências despontam ainda como espécie de caixas-pretas, cujo modus operandi vem despertando interesse da literatura acadêmica diante de seus potenciais impactos sobre economias nacionais e, como consequência, sobre o destino de governos e cidadãos.

Em particular, ao longo do século XXI, pesquisas têm abordado a dimensão política do comportamento das agências, que se confunde com a dimensão política do próprio processo de financeirização. Neste contexto, estudos mostram que o *policy space* de governos se reduz, em detrimento de alternativas à agenda ortodoxa neoliberal, defendida pelo mercado financeiro (Mosley, 2003; Nölke, 2020; Paula et al, 2015). Isso produz implicações relevantes para a dinâmica política nacional e, de forma mais abrangente, para os conflitos entre democracia e capitalismo contemporâneo (Streeck, 2014). Em meio ao embate entre demandas de eleitores e as de investidores que operam no circuito financeiro global, governos ideologicamente desalinhados ao mercado financeiro tendem a ser punidos por atores do sistema financeiro internacional. Tal é o que mostram pesquisas empíricas (Barta e Johnston, 2017; Vaaler et al, 2006) e trabalhos teóricos sobre a atuação das agências de *rating* (Sinclair, 2005; Paudyn, 2014). Isso se insere num contexto onde atores do mercado financeiro cada vez mais influenciam arranjos

² *Policy space* é definido pela UNCTAD (2014, p. 45), como “the freedom and ability of a government to identify and pursue the most appropriate mix of economic and social policies to achieve equitable and sustainable development that is best suited to its particular national context. It can be defined as the combination of de jure policy sovereignty, which is the formal authority of national policymakers over policy goals and instruments, and de facto national policy control, which involves the ability of national policymakers to set priorities, influence specific targets, and weigh possible tradeoffs”. Ocampo (2013), por sua vez, formula o conceito de “dominância do balanço de pagamentos”, segundo o qual a dinâmica econômica das economias periféricas é mais influenciada pelos ciclos *boom-bust* nos fluxos de capitais externos do que pelos tradicionais choques dos termos de troca, contribuindo para reduzir o *policy space* dessas economias.

institucionais de países mundo afora, dada sua capacidade de influência sobre governos nacionais, de modo a fazer avançar o processo de financeirização (Golka e van der Zwan, 2022).

Diante disso, este trabalho contribui para o debate a partir de uma análise pormenorizada do *modus operandi* das agências de rating, buscando explorar os mecanismos por meio dos quais operam, de modo a interferir em processos nacionais pretensamente democráticos. A hipótese de trabalho é que, em sua interação com governos, elas reduzem o *policy space* a partir da posição central que ocupam no sistema financeiro internacional. Nesse processo, tanto através da atribuição de *ratings* soberanos quanto no plano discursivo, operam em prol da agenda de interesse do mercado financeiro.

A metodologia da pesquisa consiste no estudo de caso do Brasil, com base na atuação de S&P Global, Moody's e Fitch – as três agências que oligopolizam o mercado de classificação de risco – frente ao processo político e econômico recente deste país. Os materiais utilizados na análise são os *ratings* e relatórios emitidos pelas agências, que são confrontados com momentos específicos da trajetória política e econômica nacional ao longo do século XXI. A análise é construída a partir de teorias críticas ao processo de financeirização, em geral, e do *modus operandi* das agências, em particular – com foco nas repercussões políticas de ambos.

A pesquisa faz duas contribuições principais. Por um lado, contribui para se compreender as repercussões políticas do processo financeirização a partir das ações de atores ainda pouco explorados pela literatura, a saber, as agências de *rating*. Isso é realizado, em parte, com base nos relatórios produzidos por S&P, Moody's e Fitch, que constituem materiais de pesquisa raramente utilizados academicamente. Por outro lado, a partir do estudo de caso brasileiro, contribui também para esclarecer nuances do processo político e econômico recente do Brasil a partir da perspectiva e da atuação das agências.

O artigo se estrutura em quatro seções, além desta introdução. A seção 2 analisa as bases teóricas da pesquisa, explorando o que se entende por financeirização e apresentando o debate que se vem construindo em torno da atuação das agências de *rating* no sistema financeiro internacional, sobretudo tendo em vista suas repercussões políticas para os países integrados à globalização financeira. Na seção 3, o estudo do caso brasileiro é

realizado. Para tanto, ela se divide em três subseções, referentes às situações em que o comportamento das agências pode ser analisado à luz da hipótese de trabalho. A seção 4, por sua vez, segue desenvolvendo a análise com base nas implicações democráticas que se impõem no contexto de financeirização. A última seção conclui o artigo.

2 As agências de rating como vetores da financeirização

Uma premissa básica de nosso argumento é que o contexto de financeirização impõe restrições ao *policy space* de governos nacionais. Por financeirização, deve-se entender "*the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies*" (Epstein 2005, p. 3) Essa perspectiva abrangente contempla as diversas faces do fenômeno, que se manifesta de maneiras distintas em diferentes países, conforme suas respectivas trajetórias históricas e a evolução de seus arcabouços institucionais (Stockhammer, 2008). Em todos os casos, contudo, trata-se de um processo que vem deslocando o centro gravitacional da economia dos setores produtivos da sociedade para os seus setores financeiros (Foster e Magdoff, 2009).

Suas origens remetem ao que se convencionou chamar de globalização financeira, cujos constrangimentos sobre a margem de manobra de governos nacionais vem recebendo atenção da literatura (Paula et al, 2015). Via de regra, eles se relacionam à prerrogativa de investidores para movimentar globalmente seus investimentos, de modo a punir ou recompensar governos em função da adesão dos mesmos à agenda comumente conhecida como “neoliberal”³, considerando o grande volume de recursos que os investidores

³ Este trabalho não aborda o denso debate acadêmico em torno do conceito de “neoliberalismo”, que será aqui entendido como proposto por Deményl e Levy (2005): um modo de organização socioeconômica voltado a fazer prevalecer os interesses das classes altas, o que ocorre sobretudo por meio de canais e instituições financeiras. Isso é respaldado por uma ideologia que enaltece a autorregulação do mercado e propõe a mercantilização de áreas ainda não sujeitas a ele como via de otimização do uso dos recursos econômicos. Nesse sentido, Saad-Filho (2020) entende que “the most significant feature of neoliberalism

globais normalmente mobilizam. Tal cenário é particularmente dramático no caso de economias emergentes, que são monitoradas com maior cautela por agentes do mercado financeiro (Mosley, 2003) e têm seu *policy space* sujeito às vicissitudes da conjuntura internacional, em particular relacionado ao ciclo financeiro internacional e ao ciclo de commodities, a depender do grau de especialização da economia (Campello, 2015).

O déficit democrático disso decorrente se relaciona às repercussões políticas do processo de financeirização. Na gestão da política econômica, a agenda de interesse do mercado financeiro tende a ser privilegiada, mesmo se em prejuízo das demandas de cidadãos (Palley, 2013). Esse sobredimensionamento se beneficia do tamanho do setor financeiro e de suas instituições, de sua operação em rede e de sua complexidade técnica. A interação entre três elementos pressiona pela delegação do poder decisório em temas de política econômica a atores não eleitos e supostamente técnicos, que impulsionam a agenda ortodoxa neoliberal (Nölke, 2020). Desse modo, ao fim e ao cabo, a influência adquirida pelo setor financeiro cria as condições políticas que reproduzem e aprofundam o processo de financeirização (Pagliari e Young, 2020).

Uma das dimensões desse processo é analisada por Streeck (2014) nos termos de um *bondholder value*, que condicionaria a gestão governamental de economias nacionais. O paralelo é com o *shareholder value*, que é uma das dimensões da financeirização mais exploradas pela literatura acadêmica. Neste caso, a gestão empresarial se torna cada vez mais submetida ao imperativo de geração de valor aos acionistas, o que impacta diretamente o gerenciamento e as atividades da empresa, em prejuízo de seus investimentos produtivos e em favor de operações no circuito financeiro. No agregado, como resultado, a expansão da economia como um todo acaba prejudicada.

No caso estatal analisado por Streeck (2014), o esforço do governo para resguardar a confiança de seus credores impacta negativamente as reivindicações de cidadãos, que têm acesso cada vez mais limitado ao orçamento público. Isso decorre do imperativo da austeridade fiscal e de reformas econômicas liberalizantes, em linha com o receituário

is financialization”, enquanto Palley (2013) considera que “a simple alternative definition is that financialization corresponds to financial neoliberalismo”.

neoliberal. No limite, a viabilidade de governança democrática no contexto de financeirização do capitalismo é posta em xeque, na medida em que governos veem suas ações cada vez mais restringidas por atores externos ao Estado.

É nesse cenário em que se inserem as agências de *rating*, atuando simultaneamente como expressão e causa do processo de financeirização⁴. Com a expansão e o aprofundamento dos mercados financeiros, as agências se tornaram centrais na difusão de práticas “calculativas” de risco que embasam transações financeiras (Besedovsky, 2017), bem como passaram a auxiliar a confecção de finanças estruturadas, cuja expansão aparece como marca do capitalismo financeirizado (Sinclair, 2021). Além disso, mais importante para o nosso argumento é a percepção de que S&P Global, Moody’s e Fitch Ratings intermedeiam a relação entre Estados e investidores que operam no circuito financeiro global. Isso ocorre mediante a atribuição de *ratings* soberanos a títulos de dívida pública, que ajudam a informar investidores sobre o risco de *default*⁵. Consequentemente, influenciam sua precificação e prazos, bem como impactam o fluxo de capitais na economia e os efeitos dele decorrentes sobre variáveis econômicas reais (Cash, 2019).

A tabela 1 mostra a grade de notas das três agências. Embora cada conceito carregue um significado específico, de particular relevância é a distinção entre grau de investimento e grau especulativo, dado que, por questões regulatórias, fundos de investimento diversos são legalmente obrigados a deter apenas ativos classificados como grau de investimento em seus portfólios (White, 2013). Desse modo, a perda (obtenção) do grau de investimento, *ceteris paribus*, produz um efeito automático de saída (entrada) de capitais do país.

⁴ Machado e Arienti (2019) fazem um exame narrativo do processo que tornou as agências de *rating* protagonistas na ordem da globalização financeira. Observando as mudanças institucionais que perpassam a ascensão e desmonte da ordem de Bretton Woods, os autores relatam o entrelaçamento das agências com os parâmetros da ordem da globalização financeira e da financeirização, buscando entender sua resiliência no sistema financeiro internacional, mesmo após a crise financeira de 2008.

⁵ As agências avaliam também a credibilidade de títulos de dívida privada, mas este artigo tem como foco a avaliação que fazem de títulos de dívida pública.

Tabela 1: Grade de ratings de S&P, Moody's and Fitch.

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

Fonte: Elaboração dos autores a partir de dados de S&P (2021), Moody's (2021) e Fitch (2021).

Um ponto relevante de nosso argumento é que o modus operandi das agências de *rating* não deve ser visto como meramente técnico e politicamente neutro, embora elas se esforcem para que ele assim seja percebido (Sinclair, 2005; Paudyn, 2014). De fato, o viés político de seu comportamento vem ganhando destaque na literatura ao longo do século XXI, sobretudo na esteira das crises de grandes proporções nas quais as agências se envolvem, como a crise financeira de 2008. Há pelo menos três maneiras de percebê-lo.

Em primeiro lugar, o viés político decorre do substrato ideológico neoliberal que informa as variáveis e parâmetros levados em conta na formulação do *rating* soberano. Daí que o processo resulta na atribuição de notas melhores a países com governos adeptos aos preceitos do neoliberalismo. Já os governos adeptos de uma agenda mais intervencionista e redistributiva tendem a ser punidos com notas piores. Isso produz desequilíbrios na dinâmica político partidária, na medida em que países acabam prejudicados ou beneficiados em função de seu grau de alinhamento ideológico de seus governos com as agências (Paudyn, 2014).

Em segundo lugar, para além da ideologia subjacente ao *rating*, pesquisas quantitativas vêm mostrando que as agências discriminam países em função da ideologia partidária de seus governos. Nesse sentido, os dirigidos pela esquerda (direita) recebem notas piores

(melhores), independentemente dos resultados da política econômica adotada (Barta e Johnston, 2017; Vaaler et al, 2006). Esse comportamento é mais saliente em ciclos eleitorais, quando a classificação de risco funciona como um instrumento de voto das agências no candidato de sua preferência (Vaaler et al, 2005). Além disso, como o *rating* também funciona como indicador de performance do governo, partidos de esquerda tendem a ser vistos como menos competentes na gestão econômica pela opinião pública (Paudyn, 2014).

Em terceiro lugar, as agências também operam como porta-vozes do mercado financeiro em sua interação com governos, o que ocorre tanto pela via dos *ratings* quanto dos relatórios e demais manifestações discursivas que produzem. Desse modo, sua função no contexto de financeirização serviria também à difusão de normas, práticas e instituições necessárias à expansão e ao funcionamento dos mercados de capitais. Essa perspectiva é respaldada pela teoria de Sinclair (2005) acerca do *modus operandi* de S&P, Moody's e Fitch.

Para entendê-la, é preciso reconhecer as três formas de poder exercidas pelas agências. A primeira consiste na forma clássica de poder relacional, percebido quando um ator adota uma ação distinta da que adotaria caso não houvesse o constrangimento em questão. Na interação entre agências e governos, isso pode ser observado quando uma ação de *rating* é condicionada à implementação de alguma medida específica, pressionando o governo a implementá-la. A segunda forma de poder que Sinclair (2005) atribui às agências é o poder estrutural. Neste caso, ela aparece quando governos se antecipam à ameaça latente do poder relacional, aderindo de antemão às políticas e/ou medidas propagadas pelas agências para evitar qualquer sanção sobre a classificação de risco nacional. Finalmente, e mais importante para este trabalho, uma terceira forma de poder decorre da condição de autoridade epistêmica de que as agências dispõem nos mercados financeiros, dado seu papel crucial de aferir *rating* de risco aos títulos nesses mercados.

Sua compreensão remete às origens de S&P, Moody's e Fitch como empresas: ao começo do século XX, as três foram criadas para atender a demandas do então incipiente mercado de capitais dos Estados Unidos. Neste ambiente, investidores as percebem como

embedded knowledge networks, de modo que suas ações constituem fatos sociais⁶. Com a globalização financeira e a consequente projeção de normas, práticas e instituições norte-americanas mundo afora, as agências passaram a operar em escala global. Diante disso, governos nacionais têm de se relacionar com uma estrutura financeira que se sobrepõe à dos Estados e que é regida pela autoridade epistêmica das agências.

Dessa realidade, Sinclair (2005) extrai duas observações relevantes para este trabalho. Primeiro, governos ideologicamente desalinhados às agências acabam sendo pressionados a incorporar nas suas decisões de política econômica as ações de *rating* e as informações dos relatórios publicados, porque sabem que agentes financeiros assim o farão. Segundo, essa interação revela uma outra função das agências na globalização financeira: a de moldar o contexto institucional em que se dá a expansão global dos mercados de capitais, propagando as políticas necessárias para tanto. Com essa finalidade, atuam para homogeneizar arcabouços institucionais dos países integrados à globalização financeira em linha com as demandas do processo de financeirização.

De fato, à luz do apresentado, a função das agências como vetores da financeirização se evidencia. Por um lado, elas são difusoras da agenda que impulsiona o processo. Por outro lado, elas também constituem uma de suas expressões: em linha com a definição de Epstein (2005), tratam-se de empresas que oferecem serviços financeiro, forjadas em demandas do mercado financeiro e que operam em prol da organização e expansão dos mercados de capitais. Além disso, são atores que ilustram a complexidade técnica e a organização em rede com que operam as finanças, o que pressiona para afastar a política econômica do debate político.

Uma vez esclarecidos os elementos que circunscrevem a atuação das agências, portanto, a hipótese de trabalho ganha maior significado. Resta então observar os mecanismos de que dispõem S&P, Moody's e Fitch para restringir o *policy space* de governos nacionais. Dois instrumentos servem a essa finalidade. Primeiro, o *rating* soberano, que influencia

⁶ Isso segue a definição de Durkheim (1982, p 52) sobre “fatos sociais”: “they consist of manners of acting, thinking and feeling external to the individual, which are invested with a coercive power by virtue of which they exercise control over him”.

a dinâmica política e econômica nacional a partir de seus impactos sobre a capacidade de financiamento estatal, sobre o fluxo de capitais na economia e sobre a percepção pública acerca da competência do governo. Segundo, as manifestações discursivas das agências (relatórios e *press releases*), que explicitam suas demandas e críticas, funcionando como canal de pressão sobre o governo e de interferência em processos políticos e econômicos nacionais.

3 A experiência brasileira com as agências de rating

Esta seção desenvolve o estudo de caso do Brasil para ilustrar como as agências operam para restringir o *policy space* de governos, em especial de economias emergentes, em favor da agenda de interesse do mercado financeiro. O caso brasileiro é conveniente por dois motivos. Por um lado, trata-se de um país de economia emergente no contexto de globalização financeira, que está em posição de vulnerabilidade frente à dinâmica financeira global. Isto porque este país passou por um intenso processo de liberalização da sua conta capital e financeira nos anos 1990 e 2000, afetando tanto a entrada quanto a saída de capitais e tanto de residentes e não-residentes, atingindo a uma situação de conversibilidade de facto da conta capital e financeira (Paula, 2011, cap.4). Por outro lado, após se integrar à globalização financeira, o Brasil experimentou transições de governos de diferentes ideologias partidárias, o que favorece a observação do *political bias* no modus operandi das agências.

Em que pese as mudanças na orientação das políticas econômicas nos períodos aqui analisados, há de se destacar um pano de fundo importante para entender o comportamento da economia em períodos de turbulência aqui analisados. Como assinala Biancarelli (2009), a natureza da vulnerabilidade externa se alterou no Brasil a partir de 2004, em função tanto do expressivo movimento de acumulação de reservas cambiais quanto de um processo deliberado de desendividamento externo do setor público - ainda que novas fontes de vulnerabilidade tenham surgido, em particular nos anos 2010 com aumento da participação de investidores estrangeiros no mercado de títulos doméstico (ações e títulos de dívida). Neste contexto, segundo Paula e Pires (2017, p. 127), “ao mesmo tempo o Tesouro reestruturou a dívida externa pública e o Banco Central

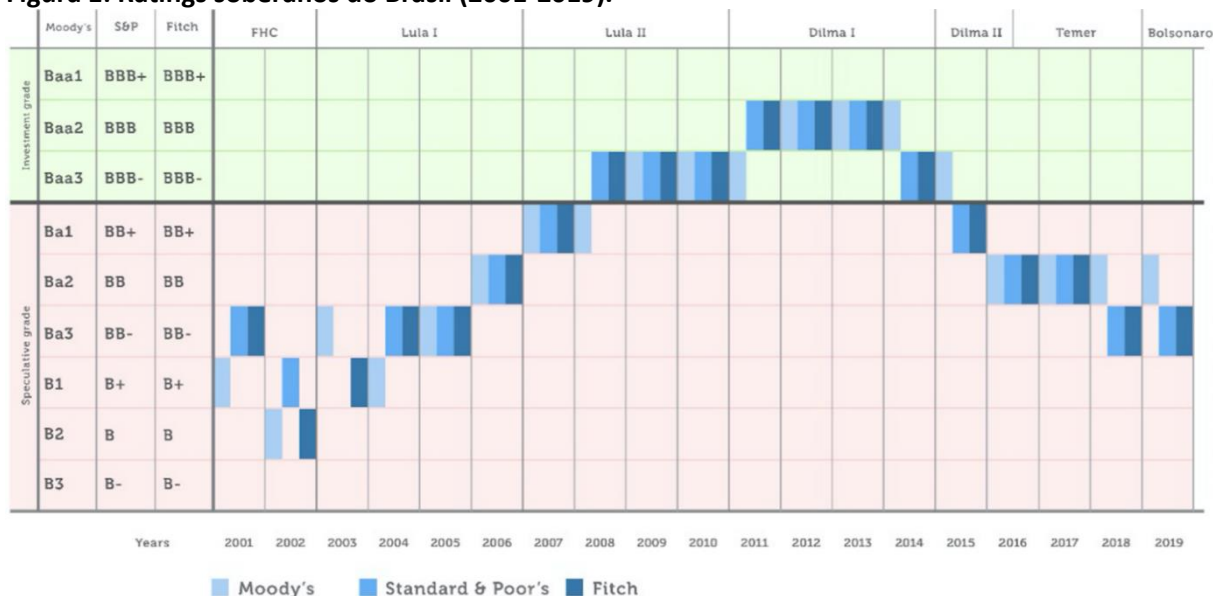
acumulou reservas⁷”, garantindo ao governo maior “policy space” para a adoção de políticas anticíclicas. Isso o resguardou de ter que enfrentar uma crise no balanço de pagamentos mesmo em momentos críticos, como no caso da reversão do cenário internacional a partir de 2014 (queda nos preços de commodities e “tempestade” no ciclo de liquidez global) e do aprofundamento da crise econômica no Brasil em 2015. Mas isso não impediu que as agências de *rating* atuassem no sentido de restringir as ações do governo em favor da agenda ortodoxa.

Disso decorre a opção por focar em três momentos particulares da interação do país com as agências de *rating*. Primeiro, a vitória de Lula da Silva, do Partido dos Trabalhadores (PT), nas eleições presidenciais de 2002. Segundo, o período que vai da reeleição ao impeachment de Dilma Rousseff (2014-2016), também do PT, em um momento turbulento do processo político brasileiro. Terceiro, o governo de Michel Temer (2017-2018), no qual se situa a eleição presidencial que levou Jair Bolsonaro à presidência a partir de 2019.

Optou-se por excluir da análise o período que vai de 2003 até 2013. Isso se deve à conjuntura internacional excepcional então em vigor, que reduziu a capacidade de restrição do mercado financeiro sobre a margem de manobra do governo (Campello, 2015). Nesse período, o superciclo das commodities e os bons resultados da política econômica resultaram no fortalecimento das métricas avaliadas pelas agências e no consequente ingresso do *rating* soberano no grau de investimento. O gráfico abaixo mostra a trajetória da classificação de risco brasileira de 2002 a 2018, que constitui o pano de fundo dos eventos apresentados nas subseções a seguir.

⁷ Como registram Paula e Pires (2017, p. 127), o governo federal então passou de uma posição de devedor líquido de US\$ 57,8 bilhões no final de 2002 para uma posição credora líquida de US\$ 95,9 bilhões no final de 2007.

Figura 1: Ratings soberanos do Brasil (2001-2019).



Fonte: Elaboração própria a partir de dados de Trading Economics (2021).

3.1 A primeira eleição de Lula (2002)

A corrida eleitoral presidencial de 2002 ilustra como as agências de *rating* lançam mão de seus instrumentos de intervenção no processo político nacional para defender a agenda ortodoxa neoliberal. Diante da iminente vitória eleitoral de um candidato de esquerda, o Brasil experimentava uma crise de confiança com o mercado financeiro, em um contexto marcado por fuga de capitais, desvalorização cambial e escalada inflacionária (Saad-Filho e Moraes, 2018). Esta crise de confiança, que levou o Banco Central a elevar a taxa Selic a 25,0% a.a em dezembro de 2002 (contra 15,25% em março de 2001), se expressou tanto numa forte desvalorização cambial em 2002 (52,3% a.a) quanto no aumento da dívida pública interna que chegou a 60% do PIB em dezembro de 2021 (contra 51,5% em dezembro de 2001), acompanhado de um encurtamento de prazo (maturidade média caiu de 32,2 meses em 2001 para 13,6 meses em 2022) e uma forte piora no perfil da dívida mobiliária federal (60,8% indexado a taxa Selic e 22,4% a taxa de câmbio) (Macahyba, 2021; ver também Tabela 2, em anexo). Nesse cenário, as agências atuaram para constranger a agenda econômica do provável governo Lula.

Entre junho e outubro, o *rating* brasileiro sofreu quatro *downgrades*: a Fitch promoveu dois rebaixamentos, deslocando-o de BB- para B; a S&P o piorou de BB- para B+; e a Moody's, de B1 para B2. As justificativas para tanto, via de regra, apontavam para o risco de uma vitória petista romper com a agenda econômica ortodoxa, mais *market-friendly*. Em relatório publicado no dia 19 de junho, por exemplo, a Fitch (2002a) explicou que “*the truth is that, as in 1989, 1994 and 1998, the PT leader is still viewed as a fundamental political risk by the markets, and this can have an important effect on voter behaviour*”. Já a S&P (2002a), em agosto, mostrou-se preocupada com o possível abandono da agenda neoliberal:

all the main candidates wish to distinguish themselves from aspects of Cardoso's record and future policy could be somewhat less "neoliberal."
All the presidential candidates are less ideologically committed to privatization, against which there is a general backlash across Latin America in the wake of the Argentine crisis.

Nesse sentido, após o primeiro turno das eleições, a S&P voltou a se manifestar, deixando claro que “*Standard & Poor's will be looking for immediate signals from the president-elect with regard to intended macroeconomic policies*” (S&P, 2002b). Já a Fitch (2002b), às vésperas do segundo turno, no dia 25 de outubro, publicou novo relatório, intitulado “*All eyes on Lula*”. No documento, a agência condicionou a recuperação da nota brasileira à nomeação de uma equipe econômica com credibilidade perante o mercado financeiro.

É nesse contexto em que o PT emite sinais de acomodação com as demandas de atores do mercado financeiro, comprometendo-se a manter as diretrizes da política econômica de caráter neoliberal, que vinha sendo implementada pelo governo de Fernando Henrique Cardoso (FHC). Nesse processo, tornou-se emblemática a “Carta ao Povo Brasileiro”, assinada pelo então candidato presidencial Lula da Silva, na qual se comprometeu a respeitar os contratos firmados pelo governo precedente e a respeitar a institucionalidade neoliberal constituída durante a década de 1990 (Saad-Filho e Morais, 2018). Paralelamente, o próprio governo FHC criticou as ações das agências, apontando seu viés político contra a candidatura petista, em prejuízo da estabilidade macroeconômica do país (Agência Brasil, 2002):

O Ministério da Fazenda e o BCB lamentam a decisão tomada pela agência de classificação de risco "Fitch" de rebaixar o risco atribuído à dívida soberana interna e externa brasileira. A decisão é extemporânea e equivocada. Extemporânea por partir de uma visão preconcebida do desenho futuro da política econômica; equivocada por basear-se em conteúdo analítico deficiente. A argumentação da "Fitch" tem como pano de fundo a transição política. Baseia-se, portanto, no que poderia fazer ou poderia deixar de fazer o próximo governo.

3.2 A reeleição e o impeachment de Dilma (2014-2016)

Depois de mais de uma década de pacificação em sua interação com o mercado financeiro, na qual os governos petistas conciliaram políticas macroeconômicas ortodoxas com sua agenda social, a tensão voltou a aparecer na segunda metade do primeiro mandato de Dilma (Carvalho, 2018). Entre 2014 e 2016, as agências lançaram mão de todos os instrumentos de que dispõem para restringir o *policy space* do governo, resguardando os interesses dos setores financeiros (Machado e Arienti, 2020). Três diferentes etapas desse *modus operandi* podem ser observadas.

A primeira delas contempla o contexto eleitoral que resulta na reeleição de Dilma Rousseff. Em 2014, pela primeira vez desde 2002, o *rating* brasileiro voltou a sofrer um *downgrade*, ingressando em uma trajetória de queda a partir de então. Segundo a S&P (2014a), o rebaixamento para BBB- se deveu à deterioração fiscal observada, sem qualquer perspectiva de correção em meio ao contexto eleitoral. Pouco tempo depois, a mesma agência se manifestou favoravelmente aos candidatos de oposição na disputa presidencial, Aécio Neves e Eduardo Campos (S&P, 2014b).

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.

A segunda etapa se deu no contexto crítico que se instaurou no segundo mandato da presidente, até o início de seu processo de impeachment. Nesse período, S&P, Moody's e Fitch agiram para constranger a implementação da política econômica em linha com os parâmetros ortodoxos. Para tanto, promoveram três rebaixamentos da nota brasileira, que resultaram na perda do grau de investimento, em associação a críticas à gestão econômica no plano discursivo. Ao justificar o *downgrade* para Baa3, por exemplo, a Moody's (2015) apontou que "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". Já a S&P (2015), ao rebaixar a nota brasileira para BB+, criticou as revisões nas metas de superávit primário do país, que sugeriam "uma redução na convicção quanto à política fiscal no gabinete da Presidente".

O retorno ao grau especulativo teve grande repercussão no mundo político e entre os principais jornais brasileiros, ensejando reações governistas. No dia 23 de setembro de 2015, por exemplo, a Folha de S. Paulo (2015a) noticiava que, em reação à perda do grau de investimento da S&P, 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". Paralelamente, o ex-presidente Lula minimizou o evento, alegando que "isso não significa nada. Significa que apenas a gente não pode fazer o que eles querem. A gente tem que fazer o que a gente quer" (Infomoney, 2015). Já o senador Aécio Neves, que fora o principal adversário de Dilma nas eleições de 2014, declarou que "infelizmente, a perda do grau de investimento do Brasil e a perspectiva de revisão negativa nos próximos doze meses mostram que o governo da presidente Dilma acabou" (Exame, 2015).

Nesse contexto, à medida que a crise econômica progredia e os conflitos distributivos se acirravam, as intervenções das agências no processo político brasileiro se mostraram mais evidentes. Por exemplo, S&P, Moody's e Fitch fizeram um intenso lobby a favor da recriação da CPMF pelo governo, alegando que, sem o imposto, "o cenário fica muito ruim" para a credibilidade do país (Folha, 2015b) - em que pese o fato de Brasil tinha

neste período um nível de reservas cambiais dez vezes maior do que em 2002 e indicadores de vulnerabilidade externa em níveis satisfatórios (Tabela 2).

A situação chegou ao paroxismo quando, após promover o *downgrade* do *rating* soberano para BBB-, a Fitch declarou que um novo rebaixamento ocorreria caso o novo Ministro da Fazenda, Joaquim Levy (um conhecido economista ortodoxo-neoliberal que prometeu implementar uma agenda de austeridade fiscal em meio a uma forte recessão econômica) fosse demitido (Valor, 2015). Àquela altura, era notório que a política econômica implementada não entregava os resultados esperados⁸, mas o alinhamento ideológico de Levy com as agências lhe rendia essa defesa incondicional.

O Ministro da Fazenda, no entanto, foi demitido durante a terceira etapa a se considerar na interação entre agências de *rating* e governo Dilma, que contempla o período do processo de impeachment da presidente – que se estende de dezembro de 2015 até agosto de 2016. Deve ser destacado que a escolha de Nelson Barbosa, de perfil mais heterodoxo, em dezembro de 2015, para substituir Levy foi criticada pelas agências. Em relatório publicado em dezembro, a Fitch (2015a), por exemplo, declarou que “*the appointment of Barbosa likely signals romises by the Rousseff administration on its fiscal agenda and to move away from severe austerity measures, given the minister's prior support of expansionary fiscal measures*”.

As restrições ao *policy space* logo se evidenciariam no plano da classificação de risco. Ao longo da tramitação do impeachment, o *rating* brasileiro sofreu quatro *downgrades*, afundando no grau especulativo e potencializando a recessão econômica experimentada pelo país⁹. Paralelamente, as agências mostravam simpatia à agenda proposta pelo então vice-presidente Michel Temer, de caráter marcadamente neoliberal. Em maio, por

⁸ Como mostra Tabela 1 em anexo, o resultado primário fiscal (% do PIB) aumentou para -1,9% em 2015 contra -0,6% em 2014, enquanto a taxa de crescimento do PIB real foi de -3,15% a.a.

⁹ As justificativas das agências para tanto conjugaram sempre elementos da crise econômica à instabilidade política experimentada pelo país. A Fitch (2015b), por exemplo, promoveu um *downgrade* declarando que “Brazil's downgrade reflects the economy's deeper recession than previously anticipated, continued adverse fiscal developments and the increased political uncertainty that could further undermine the government's capacity to effectively implement fiscal measures to stabilize the growing debt burden”.

exemplo, quando a Câmara dos Deputados aceitou dar andamento ao processo e a presidente foi afastada do cargo, a S&P (2016a) assim se manifestou:

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.

De fato, o viés político do modus operandi das agências – bem como as controvérsias que circunscrevem o processo que resultou na destituição de Dilma – autoriza especular sobre seu interesse em contribuir conscientemente para a ascensão de um governo ideologicamente alinhado à agenda do mercado financeiro. Nesse sentido, Temer promoveria uma gestão marcada por reformas liberalizantes, como no caso da reforma trabalhista, e pela institucionalização da austeridade fiscal, por meio da Emenda Constitucional – EC-95¹⁰. Isso lhe renderia frequentes elogios nos relatórios divulgados por S&P, Moody's e Fitch, como se verá a seguir.

3.3 O governo Temer e a vitória de Bolsonaro (2017-2018)

Os frutos da convergência ideológica entre o governo Temer e as agências não tardaram a aparecer. Imediatamente após o impeachment de Dilma, a S&P (2016b) voltou a se manifestar, lembrando que uma diferença importante do governo Temer em relação ao de Dilma era “que a equipe econômica de Temer se beneficia de maior credibilidade nos mercados financeiros, o que lhe proporciona certo tempo para manobra”. Já no contexto da aprovação da EC-95, Lisa Schineller, analista da S&P, declarou que: “a aprovação inicial de um limite de gastos públicos é um passo na direção certa, mas ainda vai levar

¹⁰ A Emenda Constitucional 95 (15/12/2016) congelou em termos reais por 20 anos as despesas públicas primárias (não inclui pagamento de juros da dívida), que passam a ser reajustadas pelos gastos realizados no ano anterior corrigidos pela taxa de inflação.

anos e serão necessárias outras difíceis reformas para o Brasil recuperar a cobiçada classificação grau de investimento” (Folha, 2016). A isso se somariam manifestações elogiosas às medidas do governo. Por exemplo, em agosto de 2017, a S&P (2017) declarou que:

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

Entretanto, interferências das agências no processo político brasileiro seguiram ocorrendo. Dois eventos as ilustram durante o governo Temer. Em primeiro lugar, a pressão por uma reforma da previdência. Em segundo, seu comportamento na corrida eleitoral de 2018. Juntas, as duas ocasiões mostram como o instrumental ao dispor de S&P, Moody’s e Fitch – *ratings*, relatórios e *press releases* – são articulados para promover a agenda de interesse do mercado financeiro.

Ao longo de 2017, as agências passaram a vincular a manutenção do *rating* brasileiro diretamente à realização da reforma previdenciária. Em relatório publicado em agosto, por exemplo, a S&P (2017) declarou que “uma falha no avanço da Reforma da Previdência seria consistente com uma limitação da capacidade da classe política brasileira de aprovar políticas que deem suporte à prosperidade econômica e a políticas fiscais sustentáveis”. Já em outubro, Joydeep Mukherji, analista da empresa, foi mais incisivo: “se o governo fracassar em aprovar a reforma da Previdência ou se indicar que tenta ganhar tempo para negociar as mudanças, a nota de crédito do Brasil pode sofrer novo rebaixamento”.

A ameaça se concretizou ao começo de 2018. Em janeiro, a S&P (2018) promoveu um *downgrade* da nota brasileira para BB-, dando como justificava a demora em promover a

reforma. Já em fevereiro, quando o governo Temer decide engavetá-la, foi a vez de a Fitch reagir, também rebaixando o *rating* do país para BB-. No relatório em que explica a ação, a frustração com a não realização da reforma é evidente (Folha, 2018a).

Já no segundo semestre de 2018, a corrida eleitoral para suceder Temer na presidência passou a pautar as manifestações das agências. Em setembro, por exemplo, às vésperas das eleições, o analista da Fitch, Todd Martinez, declarou à Folha (2018b) que “o resultado das eleições de outubro pode fazer com que o mercado perca a paciência de vez com o Brasil e decida alocar seus recursos em outro lugar, diante de uma possibilidade mais remota de que o governo eleito consiga –ou queira– passar o ajuste fiscal no país”. No mesmo mês, a Fitch (2018) divulgou relatório projetando dois possíveis cenários para o Brasil. Segundo a agência, caso Jair Bolsonaro, candidato de preferência do mercado financeiro, saísse vitorioso:

Brazilian financial markets would likely rally because Bolsonaro has appointed investor-friendly advisors and pledged support for pension reform and privatizations. Market participants also appear to believe that the leftist candidates represent a threat to fiscal stability and growth and would likely show relief on the reduction of uncertainty. With confidence growing, economic activity growth would broadly pick up heading into 2019.

Por outro lado, caso o candidato do PT, Fernando Haddad, se tornasse presidente, o prognóstico era bem mais pessimista:

Financial markets would likely sell off significantly in light of the leftist candidates' campaign pledges to undo key reforms pursued over the last two years. The real [Brazilian currency] would likely hit historic lows, bond yields would spike and equities would decline sharply. The sudden drop in financial markets and business sentiment would likely push the economy back into recession heading into 2019.

Assim como na corrida eleitoral de 2002, portanto, as agências operaram para constranger a candidatura ideologicamente divergente na corrida presidencial. Nesse caso, porém, o recurso a *downgrades* para precificar a escolha da população não foi necessário. Em linha com as expectativas construídas no contexto eleitoral, Jair Bolsonaro – candidato

ultradireitista e até então um deputado federal de pouca expressão - se elegeu presidente com a promessa de seguir avançando a agenda ortodoxa neoliberal.

4 Agências de *rating*, policy space e democracia

As ações das agências de *rating* frente ao processo político brasileiro oferecem um novo prisma para se observar os constrangimentos do processo de financeirização sobre o *policy space* no país. Essas restrições, como visto, decorrem de particularidades das agências como canais que os operacionalizam. Ao intermediar o acesso de Estados aos recursos financeiros disponíveis nos mercados financeiros, S&P, Moody's e Fitch dispõem de um repertório privilegiado de instrumentos para promover a agenda de interesse dos investidores. Com base na experiência do Brasil, quais lições se apresentam ao embate entre financeirização e processos pretensamente democráticos?

Em primeiro lugar, buscamos mostrar na seção anterior como as agências atuam para influenciar processos eleitorais, o que ocorre tanto pela via da classificação de risco quanto por canais discursivos de manifestação sobre o contexto político e econômico do país. Na direção das pesquisas quantitativas apresentadas na seção 2, os candidatos de esquerda são sistematicamente desfavorecidos. Isso se evidenciou nas três eleições presidenciais no Brasil e no processo de impeachment de Dilma Rousseff analisados: em 2002, as agências promoveram inúmeros *downgrades* justificados pela suposta ameaça que a vitória de Lula da Silva representaria aos interesses do mercado financeiro; em 2014, o apoio aos candidatos de direita aparece no campo discursivo, também pautado pela agenda preferencial de investidores; no contexto do impeachment, inúmeros *downgrades* se somaram a constrangimentos discursivos à política econômica implementada pelo governo, compondo o cenário de crise que levou à destituição de Rousseff; finalmente, na corrida presidencial de 2018, o apoio à candidatura de Jair Bolsonaro se revelou nas projeções de cenários extremos para o país. Neste caso, não se pode ignorar que o cenário econômico positivo projetado para o caso de vitória de Bolsonaro nunca esteve perto de se concretizar ao longo de seu primeiro mandato, já que a economia se manteve semiestagnada e com elevadas taxas de desemprego.

Esse padrão de comportamento mostra a sujeição da dinâmica política nacional à interferência de atores do sistema financeiro internacional, que operam em prol da agenda ortodoxa neoliberal. Isso ajuda a explicar a proeminência que a mesma adquire no processo político nacional. Por outro lado, indica também um dos mecanismos de materialização do déficit democrático inerente ao contexto de financeirização.

Em segundo lugar, o superdimensionamento da agenda do mercado financeiro decorre também da constante participação das agências no debate político e econômico do país. Essa forma de operar excede o lobby, na medida em que a classificação de risco do país aparece frequentemente condicionada a decisões do governo – o que revela o uso consciente pelas agências das formas de poder de que dispõem para puni-lo ou recompensá-lo. No caso brasileiro, isso se evidenciou na barganha arquitetada em torno da CPFM, na tentativa de manutenção de Joaquim Levy como Ministro da Fazenda de Dilma Rousseff e na realização da reforma da previdência no Governo Temer – dentre uma gama de outras ocasiões que não foram contempladas pela análise. Nesse sentido, deve-se ter em vista que, entre 2003 e 2012, os governos petistas optaram por manter a estrutura macroeconômica ortodoxa estabelecida ao final da década de 1990 (Prates et al, 2020) enquanto perseguiram ativamente o grau de investimento (Ywata, 2012). Isso sugere que eram conscientes da autoridade epistêmica das agências, que acabou por lhes render o objetivo almejado, como mostra a figura 1.

Em terceiro lugar, perpassando tanto ciclos eleitorais quanto os processos políticos e econômicos de forma mais ampla, é preciso especular sobre os efeitos das ações de *rating* e do discurso das agências sobre a percepção da opinião pública acerca da competência de governos. Embora isso seja de difícil mensuração, os governos de direita foram sistematicamente apresentados como mais competentes na gestão econômica, porque ideologicamente alinhados às agências. Esse efeito é potencializado por outra dimensão do processo de financeirização: neste contexto, frequentemente cidadãos são também investidores, na medida em que detêm ativos financeiros em carteiras de investimento (Streeck, 2014). Por si só, isso já lhes tornaria mais propensos a levar em conta a autoridade epistêmica das agências em sua avaliação do governo.

Em quarto lugar, deve-se ponderar que, a despeito do *political bias* analisado, movimentos na classificação de risco do Brasil decorrem também da melhora ou piora de

métricas objetivas levadas em conta pelas agências no processo de elaboração do *rating* soberano. Desse modo, eles refletem também a observação de variáveis objetivas, como trajetória e composição da dívida pública em relação ao PIB, crescimento econômico, inflação e vulnerabilidade externa – para além de fatores subjetivos, como o “risco político”, que carece de definição nos documentos sobre a metodologia para o *rating* soberano. O problema, como discutido na seção 2, é que os parâmetros que orientam a avaliação dessas métricas se sustentam ideologicamente em preceitos neoliberais. Além disso, o processo de elaboração do *rating* a partir da avaliação desses fatores é pouco transparente. A isso se associa o forte componente político apresentado pelas agências nos relatórios em que explicam suas ações de *rating*, o que potencializa as controvérsias em torno das notas de crédito atribuída a países.

Finalmente, embora este estudo se centre no caso brasileiro, possíveis generalizações não podem ser descartadas. Uma vez que países integrados à globalização financeira estão sujeitos às ações das agências, os constrangimentos delas decorrentes se tornam inevitáveis – ainda que tendam a se expressar de maneiras distintas, em função das peculiaridades nacionais¹¹. Isso significa que seus processos políticos e econômicos são, em algum grau, condicionados pelo *modus operandi* retratado de S&P, Moody’s e Fitch, em benefício do processo de financeirização e em detrimento do *policy space* que se apresenta a seus respectivos governos, em especial em economias emergentes.

5 Conclusão

Este estudo examinou como as agências de *rating* constroem o *policy space* nacional à luz do processo de financeirização. Com base no estudo de caso do Brasil, observou-se que S&P, Moody’s e Fitch dispõem de um variado repertório para promover a agenda ortodoxa neoliberal, de interesse do mercado financeiro. Isso contribui para sua

¹¹ Cabe ressaltar que S&P, Moody’s e Fitch levam em conta, em suas avaliações, variáveis puramente econômicas (como nível e natureza do endividamento externo e grau de endividamento público, dentre outros fatores) que condicionam a vulnerabilidade de um país às intervenções das agências.

proeminência no processo político e econômico nacional, o que constitui uma das dimensões da financeirização que vem sendo exploradas pela literatura.

O déficit democrático decorrente da interação entre agências e governos se insere, portanto, no cenário de conflito entre democracia e o capitalismo financeirizado. Como analisado, as agências representam atores externos ao Estado que atuam para ativamente influenciar a escolha do governo e da agenda implementada pelo mesmo. Daí que esclarecer seu *modus operandi*, compreendendo seu caráter político, desponta como condição para se aperfeiçoar a governança democrática nacional. Se é pouco provável que as agências de *rating* modifiquem a maneira como interagem com o processo político e econômico de países, percebê-las como um dos diversos atores políticos que constroem o *policy space* aparece como uma meta factível e funcional nesse sentido.

Dos resultados aqui alcançados emergem também outros caminhos promissores para se avançar a agenda de pesquisa sobre como a financeirização restringe a margem de manobra de governos. De fato, as agências são apenas um dos mecanismos que operam nesse sentido, o que reflete a necessidade de abordar outros atores e instituições que também enfraquecem a autonomia de governos em benefício da agenda do mercado financeiro. Alternativamente, há também outras maneiras de se examinar as próprias agências, seja expandindo o número de casos ou situações analisadas, seja por meio da adoção de outras metodologias para tanto. Com efeito, as agências de *rating* hoje podem ser vistas como “caixas pretas”, cuja abertura aos poucos revela nuances de seu *modus operandi* que repercutem negativamente sobre a democracia nacional. Espera-se, com este trabalho, ter-se esclarecido algumas delas.

Referências

Barta, Zófia, Johnston, Alison (2017). “Rating politics? Partisan discrimination in credit ratings in developed economies”, *Comparative Political Studies*, 51(5): 1-34.

Besedovsky, Natalia (2017). “Financialization as calculative practice: The rise of structured finance and the cultural and calculative transformation of credit rating agencies”, *Socio-Economic Review*, 16(1): 61–84.

Biancarelli, André (2019). “A velha senhora, em roupas novas: vulnerabilidade externa no Brasil atual”. In: Leite, M. V. C. (Org.). *Alternativas para o Desenvolvimento Brasileiro: Novos Horizontes para a Mudança Estrutural com Igualdade*. Santiago: CEPAL.

BCB – Banco Central do Brasil (2022), Séries Temporais. Acessado em <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>, em 6 de junho de 2022.

Campello, Daniela (2015). *The Politics of Market Discipline in Latin America: Globalization and Democracy*. Cambridge/New York: Cambridge University Press.

Carvalho, Laura (2018). *Valsa Brasileira: do boom ao caos econômico*. São Paulo: Editora Todavia.

Cash, Daniel (2019). *Regulation and the Credit Rating Agencies*. Abington: Routledge.

Duménil, Gérard, Lévy, Dominique (2005). “The neoliberal (counter)revolution”. In: Saad-Filho, Alfredo, Johnston, Deborah (Eds.), *Neoliberalism: A Critical Reader*. London: Pluto Press.

Durkheim, Émile (1982). *Rules of Sociological Method*. New York: Free Press.

Epstein, Gerald A. (2005). “Introduction: Financialization and the World Economy”. In: Epstein, G. A. (Ed.), *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar.

Exame (2015). “Aécio: Grau de investimento mostra que governo Dilma acabou”. Acessado em 5 de novembro de 2022 e disponível em <<https://exame.com/brasil/aecio-grau-de-investimento-mostra-que-governo-dilma-acabou/>>.

Fitch (2002a). “Political risk analysis - Would the real Lula ‘please stand up...’”. Acessado em <http://www.fitchsolutions.com/> em 20 de abril de 2021.

Fitch (2002b). “Daily alert - All eyes on Lula”, 2002b. Acessado em <http://www.fitchsolutions.com/> em 20 de abril de 2021.

Fitch (2015a). Political risk analysis - Unifying PT Will Not Bolster Austerity Agenda. Fitch Ratings. Acessado em <http://www.fitchsolutions.com/> em 25 de abril de 2021.

Fitch (2015b). “Fitch downgrades Brazil to 'BB+'; outlook negative. Fitch Ratings”. Acessado em <http://www.fitchsolutions.com/> em 25 de outubro de 2022.

Fitch (2018). “Fitch solutions election view: Bolsonaro most likely to win in close election”. Acessado em <http://www.fitchsolutions.com/> em 15 de maio de 2021.

Fitch (2021). “Rating definitions”. Acessado em <https://www.fitchratings.com/products/rating-definitions#ratings-scales> em 21 de março de 2021.

Folha (2015a). “Riscos do passado”. Folha de S. Paulo. Acessado em 5 de novembro de 2022 e disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/opiniaio/2015/09/1680251-riscos-do-passado.shtml>.

Folha (2015b). “Para acalmar agências de risco, governo envia proposta de CPMF”. Folha de S. Paulo. Acessado em <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/poder/234021-para-acalmar-agencias-de-risco-governo-envia-proposta-de-cpmf.shtml> em 10 de outubro de 2020.

Folha (2016). “Brasil está a anos de distância de recuperar grau de investimento, diz S&P”. Folha de S. Paulo, 2016. Acessado em <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2016/10/1821239-brasil-esta-a-anos-de-distancia-de-recuperar-grau-de-investimento-diz-sp.shtml> em 14 de agosto de 2020.

Folha (2017). “Brasil pode ser rebaixado se não sair a reforma da Previdência, ameaça S&P”. Folha de S. Paulo. Acessado em <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/10/1926758-brasil-pode-ser-rebaixado-se-nao-sair-a-reforma-da-previdencia-ameaca-sp.shtml> em 9 de maio de 2021.

Folha (2018a). “Agência de classificação de risco Fitch rebaixa nota de crédito do Brasil”. Folha de S. Paulo. Acessado em <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/02/fitch-rebaixa-nota-de-credito-do-brasil.shtml> em 14 de maio de 2020.

Folha (2018b). “Fitch vê risco de mercado perder paciência com ajuste no Brasil”. Folha de S. Paulo. Acessado em <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/09/fitch-ve-risco-de-mercado-perder-paciencia-com-ajuste-no-brasil.shtml> em 5 de março de 2021.

Foster, John B., Magdoff, Fred (2009). *The Great Financial Crisis: Causes and Consequences*. New York: Monthly Review Press.

Golka, Phillip, van der Zwan, Natascha (2022). “Experts versus representatives? Financialised valuation and institutional change in financial governance”, *New Political Economy*, 27(6): 1017-1030.

Infomoney (2015). “Não significa nada, diz Lula sobre o rebaixamento do Brasil para “junk”. Acessado em <https://www.infomoney.com.br/politica/nao-significa-nada-diz-lula-sobre-o-rebaixamento-do-brasil-para-junk/> em 5 de novembro de 2022.

Ipeadata (2022). Acessado em <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx> em 6 de junho de 2022.

Macahyba, Luiz (2021). “Vinte anos depois: Será que pode acontecer de novo?” *Boletim do GEEP* vol. 2, no. 3.

Machado, Pedro L. N.; Arienti, Patrícia F. F. (2019). “A resiliência das agências de rating no sistema financeiro internacional”, *Carta Internacional*, 14(2): 149-171.

Machado, Pedro L. N.; Arienti, Patrícia F. F. (2020). “A política das agências de rating ao longo do governo de Dilma Rousseff (2011-2016)”, *Oikos*, 19(2): 6-24.

Moody's (2015). Moody's rebaixa rating do Brasil para Baa3 de Baa2; perspectiva é alterada para estável. Acessado em <https://www.moody.com/> em 22 de março de 2021.

Moody's (2021). “Rating scale and definitions”, 2021. Acessado em https://www.moody.com/sites/products/productattachments/ap075378_1_1408_ki.pdf em 22 de março de 2021.

Mosley, Layna (2003). *Global Capital and National Governments*. Cambridge/New York: Cambridge University Press.

Nölke, Andreas (2020). “Financialization and the crisis of democracy”. In: Mader, P., Mertens, D., Zwan, Natasha van der (Eds.), *The Routledge International Handbook of Financialization*. Abington: Routledge.

Ocampo, José-Antonio. (2013). “Balance of payments dominance: Its implications for macroeconomic policy” *Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series*, outubro.

Pagliari, Stefano, Young, Kevin L. (2020). “How financialization is reproduced politically”. In: Mader, P., Mertens, D., Zwan, Natasha van der (Eds.), *The Routledge International Handbook of Financialization*. Abington: Routledge.

Palley, Thomas (2013). *I. Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*. London: Palgrave Macmillan.

Paudyn, Bartholomew (2014). *Credit Ratings and Sovereign Debt: The Political Economy of Creditworthiness through Risk and Uncertainty*. London: Palgrave Macmillan.

Paula, Luiz Fernando de (2011). *Financial Liberalization and Economic Performance: Brazil at the Crossroads*. Abington: Routledge.

Paula, Luiz Fernando de, Fritz, Barbara, Prates, Daniela M. (2015). “Center and Periphery in International Monetary Relations Implications for Macroeconomic Policies in Emerging Economies”, *DesiguALdades.net Working Paper No 80*.

Paula, Luiz Fernando de, Pires, Manoel (2017). “Crise e perspectivas para a economia brasileira”. *Estudos Avançados* 3(89): 125-144.

Prates, Daniela, Fritz, Barbara, Paula, Luiz Fernando de (2020). “Varieties of developmentalism: A critical assessment of the PT governments”, *Latin American Perspectives*, 47(1): 45-64.

Saad-Filho, Alfredo (2020). *Endgame: from crisis in neoliberalism to crises of neoliberalism*. *Human Geography*, 14(1): 133-167.

Saad-Filho, Alfredo, Morais, Lecio (2018). *Brazil: Neoliberalism Versus Democracy*. London: Pluto Press.

S&P (2002a). “Brazil (Federative Republic of)”. Acessado em <https://www.spratings.com/> em 13 de abril de 2021.

S&P (2002b). Brazil (Federative Republic of). S&P. Acessado em <https://www.spratings.com/> em 13 de abril de 2021.

S&P (2014a). “Rating do Brasil em moeda estrangeira rebaixado para 'BBB-' e em moeda local para 'BBB+'; Perspectiva alterada para estável”. Acessado em <https://www.spratings.com/> em 19 de junho 2021.

S&P (2014b). “Análise complementar: República Federativa do Brasil”. Acessado em <https://www.spratings.com/> em 13 de abril de 2021.

S&P (2015). Rating soberano em moeda estrangeira do Brasil rebaixado para 'BB+/B'; perspectiva negativa. S&P. Acessado em <https://www.spratings.com/> em 13 de abril de 2021.

S&P (2016a). “Como o impeachment da presidente do Brasil afeta seus ratings soberanos”. Acessado em https://www.spratings.com/documents/20184/798031/GOV_SOV_Maio13_2016_Com_oimpeachmentafetaratingsdoBrasil/15a3a556-d6d1-4ee2-9e98-7e3a1912bf8b em 20 de maio de 2021.

S&P (2016b). “Perguntas mais frequentes: Desafios do Brasil após impeachment de Dilma Rousseff.”. Acessado em <https://www.spratings.com/> em 13 de abril de 2021.

S&P (2017). “Ratings ‘BB/B’ e ‘brAA-’ do Brasil removidos do CreditWatch negativo e reafirmados; perspectiva é negativa em razão dos atuais desafios políticos”. Acessado em <https://www.spratings.com/> em 13 de abril de 2021.

S&P (2018). “Ratings de crédito soberano de longo prazo do Brasil rebaixados para ‘BB-’ na escala global por menor tempestividade e eficácia na elaboração de políticas; perspectiva estável”. Acessado em <https://www.spratings.com/> em 28 de abril de 2021.

S&P (2021). “Intro to credit ratings”. Acessado em <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/intro-to-credit-ratings> em 18 de março de 2021.

Sinclair, Timothy J. (2005) *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*. Ithaca/NY: Cornell University Press.

Sinclair, Timothy. J. (2021). *To the Brink of Destruction: America’s Rating Agencies and Financial Crisis*. Ithaca/NY: Cornell University Press.

Stockhammer, Engelbert (2008). “Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime”. *Competition & Change*, 12: 184-202.

Streeck, Wolfgang (2014). *Buying Time: The Delayed Crisis of Democratic Capitalism*. London and New York: Verso Books.

UNCTAD (2014). *Trade and Development Report*. United Nations Conference on Trade and Development - UNCTAD.

Trading Economics (2021). Acessado em <https://tradingeconomics.com/brazil/rating> em 13 de março de 2021.

Vaaler, Paul M., Schrage, Burkhard N., Block, Steven A. (2005). “Counting the investor vote: political business cycle effects on sovereign bond spreads in developing countries”. *Journal of International Business Studies*, 36(1): 62-88.

Vaaler, Paul M., Schrage, Burkhard N., Block, Steven A. (2006). “Elections, Opportunism, Partisanship and Sovereign Ratings in Developing Countries”. *Review of Developmental Economics*, 1: 154-170.

Valor (2015). “*Fitch alerta para risco da batalha de Levy*”. Acessado em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2015/05/27/fitch-alerta-para-risco-da-batalha-de-levy.ghtml> em 19 de março de 2021.

White, Lawrence J. (2013). “Credit rating agencies: An overview”. *Annual Review of Financial Economics*, 5: 93-122.

Ywata, Ricardo (2012). *Ordem Mundial e Agências de Rating: o Brasil e as Agências na Era Global (1996-2010)*. São Paulo: Senac

Tabela 2: Alguns indicadores macroeconômicos – Brasil

Indicadores	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Taxa de crescimento do PIB real (%)	3,58	1,23	5,66	3,01	3,69	5,80	4,68	-0,10	6,98	3,74	1,61	2,88	0,46	-3,15	-2,90	1,25	1,76
IPCA (%)	12,5	9,3	7,6	5,7	3,1	4,5	5,9	4,3	5,9	6,5	5,8	5,9	6,4	10,7	6,3	2,9	3,8
Taxa Selic ¹ (%)	25,0	16,5	17,7	18,0	13,2	11,2	13,7	8,7	10,7	10,9	7,1	9,9	11,7	14,2	13,7	6,9	6,5
Reservas cambiais (US\$ bi)	37.823	49.296	52.935	53.799	85.839	180.334	193.783	238.520	288.575	352.012	373.147	358.808	363.551	356.464	365.016	373.972	374.715
Reservas/dívida externa bruta (%)	18,0	22,9	26,3	31,7	49,7	93,3	104,3	120,6	112,4	113,7	115,5	120,2	106,0	110,2	114,1	120,4	n.a.
Dívida externa bruta/PIB (%)	41,8	38,8	30,3	19,2	15,9	14,1	12,0	12,2	12,0	11,8	13,3	12,7	14,4	18,6	18,2	15,4	17,2
Dívida pública interna (% PIB)	59,9	54,3	50,2	47,9	46,5	44,6	37,6	40,9	38,0	34,5	32,2	30,5	32,6	35,4	46,1	51,4	52,8
(%) Selic ²	60,8	61,4	57,1	51,8	37,8	33,4	35,8	35,8	32,5	30,8	22,2	19,5	19,2	23,6	29,1	32,4	36,8
(%) Taxa de referência ²	2,1	1,8	2,7	2,1	2,2	2,1	1,6	1,2	0,8	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2
(%) Taxa de câmbio ²	22,4	10,8	5,2	2,7	1,3	1,0	1,1	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	0,4	0,5
(%) Prefixado ²	2,2	12,5	20,1	27,9	36,1	37,3	32,2	33,7	37,9	38,3	41,2	43,3	43,1	41,0	36,9	36,3	34,1
(%) Taxa de inflação (IPCA, IGP) ²	12,5	13,5	14,9	15,5	22,5	26,3	29,3	28,6	28,1	29,6	35,5	36,2	36,7	34,3	33,2	30,6	28,6
Resultado primário fiscal (% PIB)	3,2	3,2	3,7	3,7	3,2	3,2	3,3	1,9	2,6	2,9	2,2	1,7	-0,6	-1,9	-2,5	-1,7	1,6

Fonte: BCB (2022) e IPEADATA (2022).

(1) Taxa Selic é usada pelo Banco Central para implementação de sua política monetária.

(2) Percentagem do total da dívida pública