

# A política das agências de *rating* ao longo do governo de Dilma Rousseff (2011-2016)

## The politics of credit rating agencies during Dilma Rousseff's government (2011-2016)

**PEDRO LANGE NETTO MACHADO** | pedrolangenm@gmail.com  
Doutorando em Ciência Política no Instituto de Estudos Sociais e Políticos da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (IESP/UERJ)

**PATRÍCIA FONSECA FERREIRA ARIENTI** | pffarienti@gmail.com  
Doutora em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná e professora no Departamento de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

**Recebimento do artigo** Outubro de 2019 | **Aceite** Março de 2020

**Resumo** O artigo analisa o comportamento das agências de *rating* durante os governos de Dilma Rousseff (2011-2016). A hipótese subjacente é que Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings usam de suas prerrogativas como avaliadoras de risco para atuar politicamente em favor da implementação de uma agenda econômica ortodoxa, o que repercute na dinâmica partidária e no jogo democrático nacional. A metodologia consiste no estudo do caso brasileiro à luz de observações teóricas que sustentam o argumento em questão. Com esta finalidade, confronta-se alguns dos desdobramentos políticos e econômicos do país, ao longo dos anos mencionados, com os *ratings* e relatórios emitidos pelas referidas agências, assim como algumas de suas manifestações em canais de mídia. Espera-se, desse modo, contribuir com uma melhor compreensão acerca do *modus operandi* desses atores, ainda pouco explorados academicamente, e dos eventos políticos e econômicos que perpassam o período analisado. **Palavras-Chave** agências de *rating*; governo Dilma; política econômica; Consenso de Washington.

**Abstract** The article analyzes credit rating agencies' behavior during Dilma Rousseff's governments (2011-2016). The working hypothesis is that Standard & Poor's, Moody's, and Fitch Ratings use their prerogatives as risk assessors to act politically in favor of an orthodox economic agenda, which has repercussions on political-parties' dynamics and national democracy. The methodology draws on the case study of Brazil in the light of theoretical developments that support the argument. With this aim, some of the country's political and economic developments over the considered years are confronted with the ratings and reports issued by the agencies, as well as with some of their manifestations on media channels. It is hoped, thus, to contribute to a better understanding about the *modus operandi* of these actors, still little explored academically, and the political and economic events that permeate the analyzed period. **Keywords** credit rating agencies; Dilma's government; economic policy, Washington Consensus.

## Introdução

Em artigo publicado no *The New York Times*, após o fim da Guerra Fria, Friedman (1995) anunciava que o mundo 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>1</sup> A declaração refletia o poder que as agências de *rating* adquiriram ao longo do último quarto do século XX, como uma das expressões do conjunto de processos comumente denominado como globalização financeira. Neste contexto, Standard & Poor’s (S&P), Moody’s e Fitch Ratings se tornaram atores participativos na dinâmica política e econômica de Estados nacionais, passando suas ações, frequentemente controversas, a suscitar debates acadêmicos que agregam distintos campos de estudo.

Uma implicação dessa realidade é que a melhor compreensão de eventos políticos e econômicos nacionais deve levar em conta a atuação desses atores, assim como suas motivações e o modo como operam. É com tal finalidade que este artigo se propõe a analisar a atuação das agências ao longo dos governos de Dilma Rousseff (2011-2016), de modo a verificar a hipótese de que estas empresas atuam politicamente na esfera estatal em favor da implementação de uma agenda econômica ortodoxa. Esta atuação, por sua vez, se materializa de diferentes maneiras e possui inevitáveis repercussões na dinâmica político partidária e, conseqüentemente, no próprio jogo democrático dos países sobre os quais incide.

Nesse sentido, a partir do referido estudo do caso brasileiro, em um período de reconhecidas turbulências, que culminaram na destituição da presidente, as ações de S&P, Moody’s e Fitch serão confrontadas com desdobramentos políticos e econômicos do período. Especificamente, a pesquisa se construirá a partir da análise dos ratings e relatórios emitidos pelas agências, o que, à luz de teorias críticas à sua atuação, deve operacionalizar o argumento apresentado. Espera-se, assim, contribuir com um melhor entendimento acerca tanto desses atores, ainda pouco explorados academicamente, quanto dos eventos ocorridos nesse espaço temporal.

O artigo se estrutura em três seções, além desta introdução. Na segunda seção, apresenta-se as agências de *rating* como objeto de estudo, assim como os debates acadêmicos que buscam melhor compreendê-las e teorias que sustentarão a hipótese proposta. Sobre estas bases, a seção seguinte operacionaliza o estudo do caso brasileiro, dividindo-se em três subseções para fins analíticos. Por fim, as conclusões apontam para a plausibilidade da hipótese apresentada.

## 2. AS AGÊNCIAS DE *RATING* NA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

A atuação das agências de classificação de risco, também conhecidas como agências de *rating*, no sistema financeiro internacional começa a receber maior atenção da literatura a partir da década de 1990, na esteira do conjunto de processos comumente conhecidos como

---

1 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.”

globalização financeira. No ambiente de mercados de capitais globalizados e desintermediados, estas empresas se justificam como centros nevrálgicos na dinâmica financeira global a partir da função que desempenham na mitigação das assimetrias informacionais entre emissores de instrumentos de dívida e seus potenciais credores. Em outras palavras, é o próprio substrato ideológico do processo de globalização financeira que lhes confere proeminência, uma vez que a oferta das informações necessárias a decisões de investimento fundamenta a teoria da eficiência dos mercados e da racionalidade dos agentes que nele operam.

É neste contexto que Estados nacionais têm a credibilidade de seus títulos públicos avaliada pelas agências, que o fazem mediante a atribuição de um *rating* soberano. Este, por sua vez, reflete a capacidade e vontade de seus governos para honrar os compromissos de dívida contraídos nas condições pactuadas com os credores, sendo formulado a partir da conjugação de uma série de variáveis quantitativas e qualitativas<sup>2</sup>. Desse modo, como as condições de financiamento da dívida pública depende, ao menos em parte, da classificação de risco atribuída pelas agências, as taxas de juros cobradas por credores do Estado são influenciadas pelos *ratings* recebidos, o que impacta também, como consequência, sobre o fluxo de capitais em sua economia. Em última instância, isso significa que o *rating* soberano pode incidir diretamente sobre a estabilidade do Balanço de Pagamentos, o que faz com que a obtenção de boas avaliações frente às agências seja do interesse de governos, independentemente de suas orientações ideológicas (YWATA, 2012).

Por razões históricas, relativas ao desenvolvimento do sistema financeiro estadunidense e à sua projeção para os demais países com a globalização financeira<sup>3</sup>, as três empresas mencionadas na introdução – S&P, Moody's e Fitch – constituem um oligopólio no segmento global de classificação de risco (MACHADO e ARIENTI, 2019; WHITE, 2013). Conforme retratado no quadro abaixo, as notas que atribuem assumem a forma de conceitos, similares e correspondentes entre si, que podem ser divididos em dois grandes blocos: os pertencentes ao grau de investimento e os categorizados como grau especulativo. No caso dos primeiros, sinaliza-se ao mercado financeiro que o ente avaliado é um bom pagador de suas dívidas, ao passo que o segundo sugere que há risco de calote.

**Quadro 1: Grades de notas de S&P, Moody's e Fitch.**

Grau de Investimento			Grau Especulativo		
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 com base em dados de S&P, Moody's e Fitch.

2 Este tema será novamente abordado adiante. Para uma discussão crítica acerca dessas variáveis, ver Paudyn (2014).

3 Esta perspectiva da globalização financeira é desenvolvida por Konings (2011) e Panitch e Gindin (2012).

A importância dos *ratings* atribuídos pelas agências pode ainda, em alguns casos, exceder o papel meramente informacional a que *a priori* se propõe. Isto porque alguns fundos de investimento, de natureza diversa, possuem suas decisões de aquisição de ativos financeiros legalmente atreladas às avaliações das agências. Esta vinculação legal, por sua vez, que é fruto de décadas de imbricações entre as agências e marcos regulatórios internacionais, potencializa o poder desfrutado por essas empresas, uma vez que produz um efeito parcialmente automático de entrada e saída de capitais em um determinado país, a depender da mudança de nota em questão. Neste contexto, de especial relevância é a distinção entre o grau de investimento e o grau especulativo, que acaba por despontar como um potencial divisor de águas para a capacidade de financiamento de uma economia nacional nos mercados de capitais (SINCLAIR, 2005; WHITE, 2013). Isto significa que, em última instância, a perda do grau de investimento pode resultar em uma fuga de capitais, com consequências deletérias daí decorrentes para a solvência externa de um determinado país<sup>4</sup>.

A atuação das agências de *rating* se insere, por conseguinte, num cenário em que o poder de governos nacionais vem sendo, em grande medida, colocado em xeque pelo de atores do sistema financeiro globalizado (STRANGE, 1998). Isto porque, nesse contexto, governos nacionais se veem frequentemente em meio ao irreconciliável conflito entre as demandas de seus eleitores e as exigências do mundo financeiro. Ao fim e ao cabo, como observa Streeck (2018), o que passou a se observar, no capitalismo democrático, é uma disputa política em torno do orçamento público, na qual credores do Estado defendem seus direitos, de ordem comercial e contratual, e eleitores fazem o mesmo, baseado nos fundamentos da democracia – cenário este em que as agências se inserem em favor dos detentores dos títulos públicos.

Desse modo, como políticas que desagradem aos atores do mercado podem comprometer a confiança que estes depositam na economia e provocar, como resultado, a já referida fuga de capitais, é a própria viabilidade de regimes democráticos nesta realidade que vem sendo questionada (RODRIG, 2012). No caso das agências, a literatura observa o irrestrito alinhamento ideológico dessas empresas aos preceitos da ortodoxia neoliberal (SINCLAIR, 2005; YWATA, 2012). Em outras palavras, a estabilidade político-econômica de um país, ao poder ser impactada pelos *ratings* soberanos, que orientam e influenciam investidores, acaba estando sujeita à adesão, ou não, de seu governo aos preceitos ortodoxos.

Tal realidade, associada ao frequente envolvimento das agências em crises financeiras de grandes proporções<sup>5</sup>, que vêm colocando em xeque sua competência como avaliadoras de risco, tem feito com que o real propósito das mesmas no sistema financeiro internacional venha sendo questionado. A isso se somam suas constantes manifestações também no campo discursivo, por meio de declarações midiáticas e da divulgação de relatórios sobre os países avaliados, onde criticam ou elogiam a condução da política econômica nacional por governos, a depender do alinhamento ideológico que possuem com os mesmos. Isso faz com que Sinclair (2005) perceba as agências de *rating* como atores eminentemente políticos, que buscam atuar sobre a economia política estatal em prol dos interesses dos credores do Estado. Desse modo, tornam-se propaga-

---

4 Evidentemente, não apenas a perda do grau de investimento comporia o cenário crítico em questão. Já o debate em relação a solvência externa e interna do país vem ganhando impulso com a discussão em torno da *Modern Monetary Theory*, que recebe especial atenção na edição 89 da *Real-World Economic Review* (2019).

5 Exemplos importantes são a crise financeira no sudeste asiático, em 1997, a crise do subprime, em 2008, nas quais erros das agências tiveram importante papel para que ocorressem. Sobre este tema, ver Kruck (2016).

doras de regras, normas e instituições que se refletem na ortodoxia econômica e nos preceitos do Consenso de Washington<sup>6</sup>. Estes, por sua vez, partindo do pressuposto de que a intervenção do Estado na economia é sempre desestabilizadora, contemplam, *inter alia*, a liberalização financeira e comercial, a austeridade fiscal, privatizações de empresas públicas e a independência do Banco Central, de modo a blindá-lo de interferências políticas que coloquem em risco seu objetivo de promover a estabilidade monetária.

Na mesma direção, Paudyn (2014) denuncia o viés subjetivo e as inconsistências em torno da elaboração dos *ratings*, que acaba por conferir às agências uma autoridade epistêmica baseada em modelos falaciosos de quantificação risco. Isto porque algumas das variáveis<sup>7</sup> levadas em conta para a formulação da nota de risco são de difícil ou impossível mensuração, o que tornaria tal processo inevitavelmente subjetivo – sobretudo se considerada a falta de transparência da transformação da avaliação de todas as variáveis analisadas em um dos conceitos apresentados no Quadro 1. Este *modus operandi*, por seu turno, serviria ao propósito de despoliticar a política econômica, afastando-a do debate democrático e conferindo à agenda ortodoxa, como consequência, uma maior longevidade. Trata-se de uma percepção que vem sendo também respaldada por verificações empíricas da literatura, que observa uma tendência de atribuição de piores notas de risco a governos a elas desalinhados ideologicamente<sup>8</sup> (MOSLEY, 2003), o que pode ocorrer tanto em economias centrais (BARTA e JOHNSTON, 2017) como em periféricas (VAALER, SCHRAGE, BLOCK, 2006).

Em suma, o que se pode depreender dessas considerações é que a atuação das agências de *rating* parece ser menos técnica e mais política do que a posição que ocupam no sistema financeiro internacional deixaria, *a priori*, transparecer. Como o risco atribuído a governos está sujeito ao alinhamento destes aos preceitos que as orientam ideologicamente, as repercussões político-partidárias no jogo democrático dos países que avaliam acabam por se tornar inevitáveis. É com base nesta percepção que a análise desenvolvida no artigo se construirá.

### 3. A POLÍTICA DA CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DURANTE O GOVERNO DILMA

Ao longo da década de 1990, o Brasil implementou uma série de medidas inspiradas no Consenso de Washington, que trouxeram, como uma de suas consequências, a progressiva liberalização de sua conta de capital e a consequente demanda pelos serviços das agências de *rating*. Desse modo, contratos foram firmados com S&P, Moody's e Fitch (TESOURO NACIONAL, 2019), que passaram a periodicamente avaliar os títulos públicos emitidos pelo

6 Para uma melhor compreensão das propostas do Consenso de Washington, ver Williamson (1993).

7 Tais variáveis, como apresentado por Ywata (2012) contemplam critérios como risco político, renda e estrutura econômica do país, suas perspectivas de crescimento econômico, sua flexibilidade fiscal, a carga da dívida pública do governo central, seus passivos contingenciais e no exterior, sua estabilidade monetária, sua liquidez externa, a carga de endividamento do setor público e de endividamento externo do setor privado – sempre tendo como referência os parâmetros do Consenso de Washington.

8 Exemplos notórios deste comportamento ocorreram em 2002, quando da proximidade da vitória eleitoral de Lula, do Partido dos Trabalhadores, na corrida presidencial brasileira, e em 2019, quando da vitória de Alberto Fernández, do Partido Justicialista na Argentina. Em ambos casos, antes mesmo que estes governos assumissem, as agências puniriam as notas de risco de Brasil e Argentina preventivamente e sem qualquer base nas variáveis que apresentam com avaliadas. O caso brasileiro é analisado por Machado (2018).

governo e se tornaram atores participativos da dinâmica político e econômica nacional<sup>9</sup>. Em especial, é a partir do governo Lula, após a quitação do débito brasileiro com o Fundo Monetário Internacional, que as agências ganham proeminência como porta-vozes do mundo financeiro (DE CONTI, 2015).

Apenas ao longo dos governos de Dilma Rousseff, no entanto, a atuação dessas empresas ganharia efetivo destaque. Isto porque, desde a ascensão do PT à presidência, com Lula, em 2003, o *rating* brasileiro assumira uma trajetória ascendente, que culminou na obtenção do grau de investimento pelo país, entre os anos de 2008 e 2009. Desse modo, quando Dilma foi eleita, o Brasil desfrutava das melhores notas de risco de sua história. Entretanto, durante seus mandatos, em meio a turbulentas conjunturas política e econômica, a classificação de risco do país se deterioraria, afundando no grau especulativo, como se pode observar nos gráficos a seguir.

**GRÁFICO 1: CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DO BRASIL DE ACORDO COM A S&P (2010-2016)**

	S&P	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 dos autores a partir de dados disponíveis na página online do Tesouro Nacional (2019).

**GRÁFICO 2: CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DO BRASIL 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 dos autores a partir de dados disponíveis na página online do Tesouro Nacional (2019).

9 Cabe ressaltar que, via de regra, é o próprio ente avaliado que contrata os serviços de uma agência de *rating*. Já a periodicidade das avaliações não possui qualquer regularidade, como a análise do artigo demonstra.

### GRÁFICO 3: CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DO BRASIL DE ACORDO COM A FITCH (2010-2016)

Fitch	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
BBB+							
BBB		BBB	BBB	BBB	BBB		
BBB-	BBB-						
BB+						BB+	
BB							BB
BB-							
B+							

Fonte: Elaboração dos autores a partir de dados disponíveis na página online do Tesouro Nacional (2019).

Perpassando esses eventos, a atuação política, com repercussões partidárias, de S&P, Moody's e Fitch acabaria por se revelar de formas variadas. Com o objetivo de analisá-la, opta-se, nas três subseções seguintes, por dividir o governo Dilma em três diferentes etapas, que possuem marcadas diferenças entre si quanto ao modo de atuar das agências, mas nas quais se pode observar, dentro de cada uma, uma convergência em seu *modus operandi* político e ideológico. Desse modo, na narrativa que se apresenta a seguir, a atuação das agências será confrontada com alguns desdobramentos políticos e econômicos ocorridos no período. Cabe ressaltar, no entanto, que, embora o cerne da análise esteja no caráter político e ideológico da atuação das agências, não se pretende aqui insinuar que a atuação das mesmas é puramente política, ou que suas avaliações possam ser dissociadas de critérios macroeconômicos levadas em conta em suas opiniões de risco. Tampouco se tem a pretensão de afirmar que tal atuação política e ideológica ocorre sempre de forma consciente. Feitas estas ressalvas, espera-se, nas subseções a seguir, contribuir com um maior esclarecimento acerca desses atores e dos eventos ocorridos no caso estudado.

## 3.1 Coexistência pacífica (2011-2012)

Os dois primeiros anos de governo Dilma assistiriam a uma postura pacífica das agências de *rating* enquanto agentes disciplinadores em prol do alinhamento do governo à ortodoxia neoliberal. Com efeito, ao longo deste período, o que se pode observar é uma melhoria da nota de crédito brasileira pelas três agências, o que deu prosseguimento à trajetória ascendente do *rating* soberano que se verificava desde 2003, quando da ascensão do PT à presidência da república. Entretanto, ainda que de forma discreta, a atitude disciplinadora das agências quanto à política econômica levada a cabo pelo governo pode ser identificada em algumas de suas manifestações. Em linhas gerais, tais pressões se fizeram presentes por meio da vinculação das boas avaliações atribuídas ao país à manutenção do tripé macroeconômico, cujos parâmetros orientavam a política macroeconômica brasileira desde o seu lançamento, em 1999. Ao mesmo tempo, críticas às medidas heterodoxas adotadas ao final do governo Lula – em prol do estímulo da economia brasileira na esteira da crise econômica global – denunciavam a intolerância das empresas em relação a alternativas de política econômica.

O comprometimento do governo com o tripé macroeconômico foi observado pelas agências logo no primeiro semestre do mandato de Dilma. Na ocasião, as políticas restritivas nos pla-

nos monetário e fiscal, voltadas ao combate inflacionário e ao arrefecimento do ritmo de crescimento da economia (CAGNIN et al., 2013), sinalizaram uma convergência de diagnóstico, entre governo e agências, de que o país atravessara um período de crescimento econômico acima de seu potencial – em 2010, o PIB havia se expandido em 7,5%. Nesse sentido, já em abril de 2011, a Fitch sinalizou sua aprovação às medidas do governo com a melhora do rating brasileiro de BBB- para BBB. Em 20 de junho, foi a vez de a Moody's aumentar a nota de crédito do país, que escalou de Baa3 para Baa2. No relatório emitido para justificar a ação, a empresa não deixou de criticar o expansionismo fiscal adotado pelo governo Lula, que, segundo a agência, teria sido responsável por um superaquecimento da economia e pelo aparecimento de pressões inflacionárias. Entretanto, destacava a retomada do caminho correto pelo governo Dilma:

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 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.

A direção observada pela Moody's, no entanto, começaria a mudar já em meados de 2011. Isto porque, em meados do ano, o governo decidiu pôr em prática uma nova política econômica, batizada como Nova Matriz Econômica (NME), que passaria a orientar ações em diversos níveis, mediante a concertação entre Banco Central (BCB) e Ministério da Fazenda. Voltada à promoção do investimento privado e ao resgate da produção industrial do país, a NME tinha como principais pilares a redução da taxa de juros e a desvalorização cambial – objetivos que começaram a ser buscados já no segundo semestre de 2011. Dentro desse escopo, buscou-se também atender a demandas específicas do setor industrial, o que se refletiu, por exemplo, na redução do preço da eletricidade e de combustíveis, na desoneração fiscal da folha de pagamentos de diversos setores, no uso intensivo do BNDES e em medidas voltadas à proteção ao produto nacional. Em outras palavras, o Estado passou a intervir em setores variados da economia nacional em benefício dos interesses da indústria, o que, como contrapartida, trouxe inevitáveis conflitos com os setores rentistas da sociedade<sup>10</sup> (SINGER, 2015; IANONI & CUNHA, 2018).

O período inicial de implementação da NME, contudo, não sofreria qualquer oposição das agências de classificação de risco. Pelo contrário, após uma nova elevação de nota, em novembro de 2011, desta vez promovida pela S&P, o que se passou a observar foi o endosso, por

---

10 Ianoni e Cunha (2018) observam o estabelecimento de uma "guerra fria" dos setores financeiros contra o governo a partir de então. Já Singer (2015) apelida de "batalha dos spreads" a luta do governo para reduzir os *spreads* bancários.

parte das empresas, à estratégia econômica do governo. Em relatório divulgado no dia 20 de junho de 2012, por exemplo, a Moody's ressaltava os baixos índices de investimento na economia brasileira como uma fraqueza estrutural do país. Em linha semelhante, Schineller (2012), analista da S&P, considerava que a sobrevalorização do real e as altas taxas de juros constituíam desafios estruturais ao crescimento do PIB e à competitividade da economia nacional – respaldando, portanto, os supracitados pilares de sustentação da NME. Já em relatório divulgado no dia 21 de novembro de 2012, a Moody's elogiava as medidas implementadas pelo governo, a exemplo de sua declaração acerca da política de desonerações fiscais:

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.

Finalmente, em 19 de dezembro de 2012, foi a vez de a S&P avaliar, em seu relatório, as reformas microeconômicas voltadas a estimular o investimento privado no país. Em outras palavras, no primeiro biênio de governo Dilma, as agências de *rating* não apenas não se opuseram à NME como a apoiaram, por vezes, explicitamente. Ainda assim, como já assinalado, o papel disciplinador das agências pode ser observado em suas constantes vinculações das boas avaliações do país ao respeito aos parâmetros do tripé macroeconômico.

Com efeito, as referências ao tripé perpassaram todos os relatórios emitidos e ocorreram, via de regra, no sentido de despolitizar esta política macroeconômica, reiterando seu caráter consensual e institucionalizado e buscando, assim, afastá-la do debate político – em conformidade com o teorizado por Sinclair (2005) e Paudyn (2014). Em seu relatório do dia 20 de junho de 2011, por exemplo, a Moody's destacava “a reduzida relevância da política na conduta das políticas econômicas”, o que, nos termos da empresa, era sinal de um “baixo risco de evento político” que comprometesse a gestão adequada da economia nacional. Um ano depois, a agência voltaria a destacar, em novo relatório, a resiliência do tripé, que se lastrearia em um “amplo consenso político e social, que então sustentava a continuidade política e aumentava sua previsibilidade”. Além disso, lembrou que as eleições de Lula e de Dilma, ao se submeterem à lógica do tripé, conferiram solidez ao consenso em torno dos princípios gerais para a condução da economia do país. No mesmo sentido, Schineller (2012) enalteceu as políticas de dinamização do mercado doméstico brasileiro levadas a cabo pelos governos petistas, mas sempre dentro dos parâmetros do tripé neoliberal.

Em suma, o que se pode depreender das manifestações das agências, ao longo dos dois primeiros anos de governo Dilma, é que o país foi recompensado, com melhorias em seu *rating*, por sua disciplina em relação à política macroeconômica lançada, em 1999, pelo governo FHC – ainda que a NME, como visto, tenha flexibilizado seus preceitos. Desse modo, a nota de risco brasileira seguiu em sua trajetória ascendente, a despeito da baixa expansão do PIB verificada em 2012, de apenas 1,9%. Como era esperado tanto pelo governo quanto pelas agências que a

NME solucionasse esta questão, o cenário para o *rating* brasileiro seguia, para as três empresas, com uma perspectiva estável ou positiva. Em outras palavras, torna-se plausível especular que a tolerância das agências com a fragilização do tripé macroeconômico decorria de sua crença na retomada de um crescimento econômico sustentado, que não compromettesse sobremaneira as métricas de risco avaliadas. Os desdobramentos dos anos posteriores, no entanto, revelariam o equívoco desta previsão.

### 3.2 Período de inflexão e voto na oposição (2013-2014)

Nos dois anos seguintes, os constrangimentos exercidos pelas agências de *rating* sobre o governo Dilma se mostrariam mais evidentes. Neste contexto, as repercussões do fracasso da NME em promover o crescimento econômico se refletiriam na mudança de postura das agências frente à política econômica do governo, ao passo que o ano eleitoral de 2014 traria oportunidades para que as empresas apoiassem candidatos mais alinhados à ortodoxia neoliberal – o que, como se verá adiante, de fato ocorreu. Trata-se, ademais, do período em que a trajetória ascendente do *rating* brasileiro, que já durava uma década, sofreria uma inflexão, passando, a partir de então, a se deteriorar até o momento em que se realiza esta pesquisa – como sinalizado pelos gráficos apresentados.

Este biênio é marcado também pelo progressivo desmonte da NME, que entraria em uma fase de contradições já em abril de 2013, quando o governo, diante de pressões inflacionárias, opta por retomar a contração monetária, mediante aumentos na taxa Selic<sup>11</sup>. A partir de junho, foi a vez dos esforços em promover a desvalorização do real se reverterem<sup>12</sup>, o que, na prática, significou que a NME, sem os seus dois pilares de sustentação, estava fadada ao desmoronamento. Refletindo tal realidade, no plano macroeconômico, apenas a política fiscal permaneceu coerente com o objetivo de estimular os investimentos privados. A consequência disso, no entanto, foi o progressivo agravamento do quadro de deterioração das contas públicas, uma vez que o expansionismo fiscal via subsídios e desonerações não foi correspondido pela expansão do PIB, o que gradualmente comprometeu a arrecadação pública (MELLO & ROSSI, 2017; CARVALHO, 2018). Ademais, a deflagração de investigações judiciais envolvendo membros do alto escalão do PT e de protestos populares que tomaram as ruas, em junho de 2013, aumentou a pressão sobre o governo, que passaria a operar na defensiva, em um ambiente de forte polarização política.

Com efeito, Singer (2018) observa que junho de 2013, mês marcado pelas manifestações de rua pelo país, pode ser considerado um divisor de águas para o governo Dilma<sup>13</sup>. Sintomaticamente, é precisamente neste mês que o primeiro sinal negativo acerca do *rating* brasileiro

---

11 Como observam Ianonis e Cunha (2018), ao final de 2014, a taxa Selic já chegava a 11,75% ao ano – apenas 0,25% abaixo do que estava quando começou a cair.

12 Isso se mostrou necessário diante do novo rumo da política monetária dos Estados Unidos, que então anunciou a gradual eliminação de seu programa de expansão monetária.

13 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%.

apareceria, renunciando as pressões que se abateriam sobre o governo por parte das agências. Nesse sentido, em relatório publicado no dia 6, a S&P anunciou a alteração da perspectiva do *rating* do país para negativa – o que não ocorria desde 2002, quando a proximidade da eleição de Lula para presidência provocara pânico no mercado financeiro. Assim como naquela época, a ação da empresa parece ter sido orientada por um exercício de previsão, o que não consta em sua metodologia divulgada para o cálculo do *rating* e vai ao encontro das teses apresentadas na seção precedente, que denunciam o viés ideológico e partidário das agências:

O lento crescimento do PIB do Brasil e o *contínuo risco de uma política fiscal expansionista (incluindo as medidas fora do orçamento)* [grifo nosso] 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.

Ainda assim, deve-se ressaltar que a preocupação da S&P com “deslizes fiscais”, em decorrência do baixo nível de crescimento da economia, encontrava, conforme já apontado, respaldo nos indicadores macroeconômicos do país. Para piorar, a deterioração fiscal culminaria, em 2014, na obtenção de um déficit primário, o que elevaria o tom das críticas por parte das agências – uma vez que, cabe lembrar, a consecução de superávits primários é um dos pilares do tripé macroeconômico e um dos cânones do receituário do Consenso de Washington. Na mesma direção, em relatório de 2 de outubro de 2013, a Moody’s também já alertava para “uma deterioração sensível no sentimento do investidor”, em um contexto no qual “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.”

É a partir de 2014, no entanto, que o cenário de pressão ganharia contornos mais dramáticos. Já no dia 16 de março, o jornal O Estado de S. Paulo (2014) publicou uma reportagem sobre as expectativas geradas pela visita de Lisa Schineller e de outros dois analistas da S&P ao Brasil. Denominada como “furacão 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.

As consequências do “furacão Lisa” viriam a se concretizar poucos dias depois, em 24 de março, com o efetivo rebaixamento do *rating* brasileiro pela S&P – que então descia à categoria mais baixa dentro do grau de investimento, de BBB-. Na ocasião, segundo relatório da empresa, “a credibilidade do governo com relação à política fiscal enfraqueceu-se de forma sistemática” e “os sinais ainda não 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 perspec-

tivas de ajustes após as eleições”. No dia 31 de julho, em novo relatório, a S&P voltou a cobrar o governo pelo quadro de deterioração fiscal, chegando a questionar a credibilidade da política monetária diante da independência apenas operacional, mas não estatutária do BCB. Além disso, clamava por “ajustes extraordinários”, diante dos compromissos orçamentários do governo:

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.

É em meio a esse cenário que as agências também optam por entrar no jogo eleitoral, declarando apoio aos candidatos da oposição na eleição de 2014 – situados mais à direita no espectro político-partidário brasileiro. Exemplo claro nesse sentido pode ser observado no relatório da S&P do dia 31 de julho de 2014, quando a empresa, sem qualquer constrangimento, declara que:

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.

No dia 16 de outubro, às vésperas das eleições, foi a vez de a Fitch Ratings alertar, em comunicado, 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. Também 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.

Já a Moody's, em relatório emitido imediatamente após a reeleição de Dilma, no dia 27 de outubro, que se intitulava “Polarização política e desafios estruturais que desafiam a reeleita Rousseff”, lembrou que, ao longo da corrida eleitoral, o “mercado” se manifestou nitidamente a favor do candidato Aécio Neves, do PSDB – o que teria sido sinalizado no mercado de câmbio e de ações. Entretanto, o “voto” das agências não foi suficiente para impedir a apertada vitória de Dilma, que se reelegeu com apenas 51,6% dos votos.

De forma sumarizada, o biênio de 2013 e 2014 revelou pressões que, até então, haviam permanecido pouco perceptíveis e restritas apenas ao discurso das agências de *rating*. A partir da constatação do fracasso da NME e a consequente deterioração das contas públicas, no entanto, as empresas passaram a cobrar publicamente mudanças na política econômica do governo, no sentido de medidas de austeridade que recobrassem a confiança dos investidores, o que já chegou a se refletir em alterações negativas no *rating* brasileiro. O ápice dessas pressões ocorreu ao longo da corrida eleitoral, com o apoio explícito das agências aos candidatos mais alinhados ao discurso neoliberal, o que evidencia uma deliberada ingerência desses atores no jogo democrático. Fracassada a estratégia, restaria às agências aumentar as pressões sobre o governo reeleito.

### 3.3 Antagonismo ao governo (2015-2016)

O último período desta análise compreende o ano de 2015 e apenas os primeiros meses de 2016, uma vez que, em 12 de maio daquele ano, Dilma seria afastada da presidência em decorrência do processo de *impeachment* que a destituiria oficialmente do cargo em agosto. O breve segundo mandato da presidente seria marcado por uma guinada neoliberal em sua política econômica, com o objetivo de recuperar o tripé macroeconômico – tão caro às agências de *rating* e que – conforme debate na literatura<sup>14</sup> – havia sido abandonado ou flexibilizado durante o período de vigência da NME. Entretanto, a estratégia de contração fiscal expansionista<sup>15</sup> e de progressiva contração monetária – posta em prática por uma nova equipe econômica, mais afinada com os interesses do mercado<sup>16</sup> – resultaria em um cenário de descontrole fiscal e em uma das piores recessões econômicas da história do país (CARVALHO, 2018; MELLO & ROSSI, 2017).

Embora fuja ao escopo deste trabalho promover uma análise aprofundada do contexto em questão, o fato é que o agravamento da crise econômica, em um ambiente de forte crise política e de governabilidade, conferiu às agências um terreno fértil para pressionarem abertamente o governo pelo alinhamento à ortodoxia neoliberal. Ao longo deste período, o ativismo das empresas se evidenciou nos sucessivos rebaixamentos do *rating* brasileiro, sempre acompanhados por relatórios críticos ao desempenho do governo, que inflamavam ainda mais seus opositores. Neste contexto, chamaria a atenção também a alta frequência com que as agências se manifestariam, em especial após a instauração do processo de *impeachment* contra a presidente – período no qual o *rating* brasileiro viria a afundar no grau especulativo, como será melhor apresentado a seguir.

A primeira declaração, no entanto, seria positiva, revelando a surpresa e a aprovação da S&P com o inesperado rumo que a política econômica tomou já no início do segundo mandato. Em relatório divulgado em 15 de março de 2015, a empresa externou sua expectativa de “uma melhora gradual no ambiente dos negócios” diante das medidas restritivas e da promessa de austeridade:

14 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.

15 Carecendo de fundamentos empíricos, esta tese, analisada pormenorizadamente por Blyth (2017), conferiu o primeiro substrato teórico às políticas de austeridade adotadas mundo a fora sob o regime neoliberal. Posteriormente, seria descredenciada por seus próprios formuladores.

16 Após a confirmação de sua reeleição, Dilma confirmou Joaquim Levy, prócer da ortodoxia neoliberal, no Ministério da Fazenda.

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. [...] 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.

A boa impressão, porém, logo seria desfeita. Menos de um mês depois, no dia 9 de abril, a Fitch Ratings promoveria uma piora na perspectiva da nota de crédito brasileira, apontando o contínuo mau desempenho da economia, com crescentes desequilíbrios macroeconômicos, deterioração fiscal e aumento da dívida pública. No dia 27 de julho, foi a vez de a S&P seguir o mesmo movimento, passando a explicitamente condicionar a manutenção do grau de investimento à execução dos ajustes fiscais prometidos pelo governo (O GLOBO, 2015a). A chantagem pelas reformas em prol da austeridade ganharia maior impulso duas semanas depois, com o rebaixamento do *rating* pela Moody's. No relatório divulgado no dia 11 de agosto, a agência justificava o *downgrade* com a 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” – aumentando, portanto, o tom da cobrança para que os ajustes fossem realizados.

Um golpe ainda mais forte viria menos de um mês depois, quando a S&P promoveu um novo rebaixamento da nota brasileira, que então perdia seu grau de investimento. O retorno do *rating* do Brasil ao grau especulativo teve como pano de fundo uma dupla redução, entre julho e agosto, da meta de superávit primário estabelecida pelo governo<sup>17</sup> – que decaiu de 1,2% para 0,5% do PIB, para logo depois ficar prevista em um déficit primário de 0,5% do PIB em 2016. Diante disso, o relatório publicado no dia 9 de setembro associava a revisão das metas fiscais aos “desacordos internos acerca da composição e da magnitude das medidas necessárias para reparar o deslizamento nas finanças públicas.” Apesar disso, a empresa exaltava os esforços de Joaquim Levy, que vinha “trabalhando em várias medidas para a retomada da meta inicial de superávit primário”. Como se verá adiante, as agências, apesar de piorarem reiteradamente a classificação de risco brasileira, não poupariam elogios à atuação da equipe econômica do segundo mandato de Dilma.

No dia 23 de setembro, a Folha de S. Paulo (2015) noticiava que o governo, em reação à perda do grau de investimento da S&P, 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 fora alertado pela agência que uma demora nesse sentido levantaria dúvidas sobre a convicção do governo nas propostas e sobre a viabilidade de sua aprovação. Como a relação conflituosa com o

---

17 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”, em meio a um cenário em que as projeções apontavam para uma recessão de 2% do PIB em 2015.

Congresso inviabilizava a realização das reformas, 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 – que, segundo a própria empresa, significava que um rebaixamento poderia ocorrer dentro dos próximos 12 a 18 meses.

Apesar disso, apenas um dia depois, o Valor Econômico (2015) noticiava uma declaração de Shelly Shetty, analista da agência, 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”. Em outras palavras, em meio a um cenário calamitoso para a economia nacional, a empresa vetava alterações na equipe econômica, com a qual se alinhava ideologicamente.

Bem antes do prazo que a própria agência estabelecera, no entanto, o rebaixamento do *rating* brasileiro pela Fitch ocorreria no dia 16 de dezembro de 2015 – apenas duas semanas após o início da tramitação do processo de *impeachment* contra a presidente Dilma na Câmara dos Deputados. Cabe, neste ponto, destacar que o impedimento da presidente já vinha sendo articulado, havia meses, pelo Congresso e pelo próprio vice-presidente, Michel Temer (SINGER, 2018). Por sinal, no dia 29 de outubro, o lançamento do programa “Uma Ponte para o Futuro”, de caráter marcadamente neoliberal, já sinalizava os parâmetros de um eventual governo Temer – ainda que, na ocasião, houvesse sido apresentado apenas como um conjunto de propostas ao governo Dilma. Daí que a afinidade ideológica entre tais propostas e as agências de *rating* torna plausível especular que um eventual *impeachment*, seria, de fato, chancelado pelas empresas.

Nesse sentido, entre o início do processo de *impeachment* e o efetivo afastamento de Dilma da presidência, o *rating* brasileiro sofreria quatro rebaixamentos em menos de cinco meses, consolidando-se no grau especulativo. O atípico ativismo das três agências – que, como visto, por vezes sequer respeitavam os prazos que elas próprias se atribuíam – seguiu um roteiro semelhante entre si neste curto espaço de tempo: nos relatórios, o processo de *impeachment* era considerado um catalisador de incertezas políticas, que minavam a confiança do mercado e prejudicavam a capacidade do governo para realizar as reformas necessárias à contenção da recessão econômica e do descontrole fiscal. Desta forma, justificava-se o ingresso da nota brasileira em um ciclo vicioso de quedas sucessivas. Além disso, como os efeitos dos rebaixamentos do *rating* – sobretudo da perda do grau de investimento – produzem inerentes impactos negativos nas condições de endividamento do Estado, as ações das agências apresentaram, ao fim e ao cabo, um caráter pró-cíclico, tanto em seus desdobramentos econômicos quanto políticos – neste caso, tendo em vista especialmente o resultado do processo e seu uso no discurso de adversários políticos do governo<sup>18</sup>.

Cabe notar que, a essa altura, diante do fracasso da política econômica então implementada em recuperar a economia, a culpa pelo cenário desolador recaía sempre sobre o “legado de decisões políticas anteriores, durante a primeira administração de Rousseff” – conforme o relatório da S&P, para justificar o *downgrade* no dia 17 de fevereiro de 2016. Em contrapartida, as agências seguiam defendendo incondicionalmente os esforços implementados no segundo mandato em prol dos supostamente necessários ajustes de caráter neoliberal, como exemplificado no mesmo relatório:

---

18 Por exemplo, conforme noticiado pelo O Globo (2015b), Aécio Neves declarou, quando da perda do grau de investimento da S&P, que “o governo da presidente Dilma acabou. Um desastre anunciado. Resultado da incompetência e dos erros do governo.”

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.

Paralelamente, o eventual governo Temer começava a ser vislumbrado de forma positiva pelas agências. Em relatório publicado no dia 5 de maio, na esteira de mais um rebaixamento do *rating* brasileiro e apenas uma semana antes da votação no Senado que selaria o afastamento da presidente, a Fitch Ratings se referia ao impeachment de Dilma como uma “nova oportunidade para proceder a ajustes e reformas econômicas”. Já no dia 13 de maio, no primeiro dia de Temer como presidente interino, a S&P transmitia, em comunicado, seu voto de confiança:

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.

O breve segundo mandato do governo Dilma explicitou, por conseguinte, a atuação política das agências de *rating*. Agindo em frentes simultâneas, as empresas buscaram desempenhar um papel de tutela da política econômica do governo, pressionando pela implementação da agenda neoliberal que a equipe econômica se propôs a implementar. Diante das dificuldades em sua realização e da deterioração dos cenários político e econômico, contudo, as agências utilizaram seu instrumento de pressão mais poderoso, promovendo rebaixamentos da nota brasileira e retirando o país do grau de investimento. Finalmente, o apoio velado ao *impeachment* despontaria como revelador da dimensão que a ingerência dessas empresas no jogo democrático pode adquirir.

## CONCLUSÃO

A atuação das agências de classificação de risco desponta como um relevante elemento de análise na compreensão de eventos políticos e econômicos que parecem, *a priori*, restritos a fronteiras nacionais. Neste artigo, o estudo do caso do governo Dilma permitiu, à luz de teorias críticas ao *modus operandi* das agências, observar as diversas maneiras através das quais S&P, Moody's e Fitch pressionaram o governo para que sua agenda econômica permanecesse dentro dos parâmetros ortodoxos. Com esta finalidade, sua participação no jogo político-partidário evidenciou-se à medida em que a crise econômica se acentuava – inclusive por causa do caráter pró-cíclico do próprio *rating*.

Nesse contexto, as agências não apenas declararam apoio explícito à oposição ao governo nas eleições de 2014, mas passaram a atuar, elas próprias, como atores políticos que o antagonizaram, sobretudo no segundo mandato de Dilma. Na crise política e de governabilidade que então se conformou, as agências ganharam destaque, lançando mão de um atípico ativismo no processo de *impeachment* que se instaurou. Tendo em vista a narrativa construída neste trabalho e as teorias que o embasaram, não seria exagero, como já apontado, afirmar que as mesmas cancelaram a destituição da presidente e que contribuíram para o desfecho caótico de seu governo.

Da verificação da hipótese inicialmente apresentada decorrem, assim, novas possibilidades de pesquisa. Em especial, lançando mão de métodos diferenciados dos que foram aqui implementados, compreender os efetivos impactos das ações das agências sobre a margem de manobra do governo para levar adiante sua agenda econômica se coloca como uma questão a ser esclarecida. Do mesmo modo, uma diversificação de casos poderia conferir maior robustez ao argumento trabalhado.

Ainda assim, ainda que restrita ao caso brasileiro, a análise levada a cabo permite também extrair generalizações, uma vez que qualquer país integrado à globalização financeira está sujeito às pressões aqui apresentadas. Desse modo, tendo em vista uma melhor governança democrática, torna-se premente levar em conta o caráter político e ideológico da atuação das agências, que, ainda que não possam ser desconsideradas, sobretudo diante do papel que ocupam no sistema financeiro internacional, devem ser compreendidas e percebidas como os atores políticos que são. Espera-se, com este artigo, ter-se contribuído com tal propósito.

## REFERÊNCIAS

- BARTA, Zsófia; JOHNSTON, Alison. Rating politics? Partisan discrimination in credit ratings in developed economies. *Comparative Political Studies*, pp. 1-34, 2017.
- BLYTH, Mark. *Austeridade: a história de uma ideia perigosa*. Autonomia Literária, 2017.
- 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.
- CARVALHO, Laura. *Valsa brasileira: do boom ao caos econômico*. São Paulo: Todavia, 2018.
- 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.
- FOLHA DE S. PAULO. Governo age para segurar nota de risco do país. 2015. Disponível em <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/07/1651035-governo-age-para-segurar-nota-de-risco.shtml>>. Acesso em: 13/10/18.
- FRIEDMAN, Thomas L. Foreign affairs; Don't Mess with Moody's. *The New York Times*, 1995. Disponível em <<https://www.nytimes.com/1995/02/22/opinion/foreign-affairs-don-t-mess-with-moody-s.html>>. Acesso em: 17/11/18.
- 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.

- KONINGS, Martijn. *The development of American finance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.
- KRUCK, Andreas. Resilient blunderers: credit rating fiascos and rating agencies' institutionalized status as private authorities, *Journal of European Public Policy*, 2016. Disponível em <http://dx.doi.org/10.1080/13501763.2015.1127274>. Acesso em: 23 fev. 2018.
- MACHADO, Pedro L. N. As agências de classificação de risco e seus impactos sobre a governança democrática: uma análise do caso brasileiro. *Monções: Revista de Relações Internacionais da UFGD*; v. 7, n. 13, pp. 230-254, 2018.
- MACHADO, Pedro L. N., ARIENTI, Patrícia F. F. A resiliência das agências de *rating* no sistema financeiro internacional: uma análise teórica. *Carta Internacional*, v. 14, n. 2, pp. 149-171, 2019.
- MELLO, Guilherme; ROSSI, Pedro. Do industrialismo à austeridade: a política macro do governo Dilma. *Texto para discussão do IE da Unicamp*, n. 309, 2017.
- MOSLEY, Layna. *Global capital and national governments*. Cambridge University Press, 2003.
- O ESTADO DE S. PAULO. Com S&P, País revive pesadelo do FMI. 2014. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,com-sep-pais-revive-pesadelo-do-fmi-imp-,1141413>>. Acesso em: 13/09/18.
- O GLOBO. S&P muda nota brasileira de estável para negativa. 2015a. 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>>.
- \_\_\_\_\_. As reações em 2008 e agora à nota de crédito do Brasil. 2015b. 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>>.
- PANITCH, Leo; GINDIN, Sam. *The making of global capitalism: the political economy of American empire*. Verso, 2012.
- PAUDYN, Bartholomew. *Credit ratings and sovereign debt: the political economy of creditworthiness through risk and uncertainty*. Palgrave Macmillan, 2014.
- REAL-WORLD ECONOMICS REVIEW. Modern Monetary Theory and its Critics. n. 89, 2019.
- RODRIK, Dani. *The globalization paradox: why global markets, states and democracy can't coexist*. Oxford University Press, 2012.
- SCHINELLER, Lisa. Brazil's economic success is based on more than the demand for natural resources. *Americas Quarterly*. 2012. Disponível em: <https://www.americasquarterly.org/node/3811>>. Acesso em: 16/06/18.
- 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. *The retreat of the state: the diffusion of power in the world economy*. Cambridge University Press, 1998.
- STREECK, Wolfgang. *Tempo comprado: a crise adiada do capitalismo democrático*. Editora Boitempo, 2018.

- TESOURO NACIONAL. *Classificação de risco da República Soberana do Brasil*. 2019. Disponível em: <<http://www.tesouro.gov.br/en/classificacao-de-risco>>. Acesso em: 14/09/18.
- 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.
- 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.