

ESTADO E MERCADO NA FINANCEIRIZAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: UMA ARTICULAÇÃO ESTRUTURAL¹

STATE AND MARKET IN THE FINANCIALIZATION OF THE BRAZILIAN PUBLIC DEBT: A STRUCTURAL ARTICULATION

Maria Teresa Ruas Coelho²

Marina de Souza Sartore³

RESUMO

O artigo se concentra em analisar o funcionamento dos dispositivos técnicos da financeirização da dívida pública no Brasil. Com esse objetivo, o artigo contextualiza histórica e teoricamente o modelo de gestão da dívida pública atualmente adotado no Brasil e explicita o funcionamento do mercado de dívida pública no Brasil após as reformas implementadas no âmbito do Projeto de Fortalecimento do Gerenciamento Fiscal e Financeiro (PROGER) no início dos anos 2000. A análise sugere que existe uma articulação estrutural entre os atores do mercado e do Estado na materialização e no governo do mercado de dívida pública, passível de ser identificada por meio daqueles dispositivos técnicos.

PALAVRAS-CHAVE: dívida pública; dispositivos; financeirização; sociologia econômica.

ABSTRACT

The article focuses on analyzing how the technical devices for the financialization of public debt in Brazil functions. With this objective, the article historically and theoretically contextualizes the public debt management model currently adopted in Brazil and explains how the public debt market works in Brazil after the reforms implemented within the scope of the Fiscal and Financial Management Strengthening Project (PROGER) in the early 2000s. The analysis suggests that there is a structural

¹ O artigo compreende parte do trabalho de tese em desenvolvimento no âmbito do Programa de Pós-Graduação em Sociologia da Universidade Federal de Sergipe (PPGS/UFS), sob orientação da Prof. Dra. Marina de Souza Sartore, e do doutorado-sanduíche em andamento no Max Planck Institute for the Study of Societies, em Köln, Alemanha.

² Doutoranda em Sociologia (UFS). Email: teresamariareuas@gmail.com. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-5714-7076>.

³ Doutora em Ciências Sociais (UFSCar), professora de Sociologia na Universidade Federal de Sergipe, líder do Laboratório de Estudos sobre Mercados e Organizações na Sociedade (LEMONS-UFS). Email: marinass@academico.ufs.br. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-7935-4105>.

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

articulation between market and State actors in the materialization and government of the public debt market, which can be identified through those technical devices.

KEYWORDS: public debt; devices; financialization; economic sociology.

INTRODUÇÃO

No dia 16 de novembro de 2022 o recém-eleito presidente Luis Inácio Lula da Silva apresentou ao Congresso a Proposta de Emenda Constitucional (PEC) da Transição, prevendo a retirada dos gastos com o Auxílio Brasil dos limites impostos pelo Teto de Gastos às despesas públicas. A reação do mercado foi instantânea: o dólar entrou em alta e a bolsa de valores caiu. No dia seguinte, os economistas Armínio Fraga (Sócio-fundador da Gávea Investimentos, presidente dos conselhos do Ieps (Instituto de Estudos para Políticas de Saúde) e do IMDS (Instituto Mobilidade e Desenvolvimento Social), ex-presidente do Banco Central e colunista do jornal Folha de São Paulo), Edmar Bacha (um dos idealizadores do Plano Real, diretor do *think tank* Casa das Garças) e Pedro Malan (ex-ministro da Fazenda, ex-presidente do Banco Central, professor na PUC-Rio) escreveram uma carta aberta para o presidente eleito, expressando sua preocupação com relação à possível flexibilização ou revogação do Teto (FRAGA, 2022). Na interpretação destes economistas, as altas taxas de juros sobre a dívida pública pagas pelo governo são sintomáticas da falta de confiança do mercado financeiro na sustentabilidade da dívida, e colocar o Teto de Gastos em questão apenas reforçaria essa percepção do governo brasileiro como mau devedor.

No dia 21 de novembro, os economistas José Luis Oreiro (professor na Universidade de Brasília), Luiz Carlos Bresser Pereira (professor na Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, ex-ministro da Fazenda e idealizador do Plano Bresser), Luiz Fernando Rodrigues de Paula (professor na Universidade Federal do Rio de Janeiro), Kalinka Martins da Silva (professor no Instituto Federal do Goiás) e Luiz Carlos Garcia de Magalhães (técnico do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada) também enviaram uma carta aberta à Lula, rebatendo os argumentos apresentados pelo primeiro grupo de economistas em defesa do Teto de Gastos (BRASIL 247, 2022). Na interpretação desse segundo grupo de economistas, o Teto não foi capaz de garantir a

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

responsabilidade fiscal prometida, não conseguiu reduzir o risco atrelado à dívida pública brasileira e, acima de tudo, atuou como um mecanismo de transferência de renda em benefício dos mais ricos, limitando o espaço orçamentário disponível para os chamados gastos sociais, com serviços públicos de saúde, educação e previdência social.

O debate exposto evidencia o caráter conflituoso da política econômica. Apesar de ambos os grupos de economistas terem apoiado a eleição de Lula, é importante ressaltar que eles se situam e são representantes de pólos que disputam a narrativa econômica no contexto brasileiro. O primeiro grupo é formado por defensores de uma visão mais ortodoxa e “técnica” da política econômica. São atores que acumulam grande capital no campo dos economistas, o que se expressa no fato de terem ocupado altos postos no governo e participado diretamente na definição da histórica da política econômica brasileira. O segundo grupo é formado por defensores de uma visão mais heterodoxa da política econômica, atores que, com a notável exceção de Bresser Pereira, não chegaram a ocupar cargos de relevância no governo.

É interessante notar como as vozes disputantes compartilham um mesmo pressuposto: a dívida pública é um problema central para o governo. No caso das cartas enviadas pelos economistas ao governo, não há dissenso sobre o fato de que é necessário gerir a dívida pública, mas sim, sobre os limites sobre os gastos com desenvolvimento social (Welfare).

Historicamente, existem duas estratégias para que o Estado consiga pagar as suas contas, empreender guerras (Warfare) e para que consiga arcar com os custos do fornecimento de serviços públicos e promover o desenvolvimento social (Welfare) (EICHENGREEN *et al.*, 2021). A primeira é o recolhimento de impostos. A segunda é o endividamento público.

Internacionalmente, a questão do endividamento público se tornou um problema principalmente a partir da década de 1970. Naquele momento, a solução apresentada por países de capitalismo avançado para esse problema foi a adoção generalizada de políticas de austeridade. Também houve o abandono do keynesianismo como orientador da política econômica desses países. No Brasil, a dívida pública emergiu como um problema central principalmente a partir da década de 1980. O país não foi exceção à crise generalizada

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

das dívidas externas dos países latino-americanos e o processo de negociação dessa dívida com os credores internacionais constituiu um elemento definidor da política econômica nacional nos anos que se seguiram. Desde então, a dívida pública brasileira tornou-se majoritariamente doméstica – atualmente 95,5% da dívida (SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL, 2022) -, mas não perdeu sua centralidade nas disputas envolvendo a política econômica do país. A partir da década de 1990, a adoção de um novo modelo de gestão da dívida pública e de um conjunto de regras fiscais com o objetivo manifesto de garantir a sua sustentabilidade evidencia esse contínuo protagonismo da dívida.

Apesar de sua centralidade para a definição das políticas econômicas do Brasil, como explicitamos no caso das cartas dos economistas no início desta seção, a dívida pública ainda constitui um objeto pouco estudado pela sociologia brasileira⁴ e segue como prerrogativa de objeto de estudo de economistas. O enfoque deste artigo recai sobre o que chamamos de dispositivos técnicos da financeirização da dívida pública. Tais dispositivos consistem nas práticas, modelos teórico-metodológicos e ferramentas materiais e tecnológicas que possuem a capacidade de criar e recriar uma realidade econômica – no caso, o mercado brasileiro de dívida soberana (CALLON, 1998; CALLON *et al.*, 2007). A presente análise sugere que a adoção desses dispositivos possibilita a naturalização do cálculo da dívida pública pela lógica do mercado financeiro. Encampa, ainda, o argumento de que não existe apenas uma influência externa dos atores de mercado no governo do mercado de dívida pública, passível de ser identificada através de laços pessoais ou estruturas de capitais próximas entre agentes do mercado e agentes do Estado. No âmbito do mercado de dívida pública, esses agentes se articulam de maneira estrutural.

Para alcançar este objetivo, dividimos o artigo em três partes, além desta introdução e das considerações finais. Na primeira, apresentamos o conceito de dispositivos, no qual se ancora a análise empreendida. Na segunda seção, traçamos brevemente o contexto histórico e teórico mais geral no qual se dá a construção de um novo modelo de gestão da dívida pública brasileira e onde se ancora a noção de que é

⁴ Para trabalhos relevantes no âmbito das ciências sociais brasileiras que abordam a dívida pública, ver: BICHOFFE (2017); BIN (2017); FERREIRA (2005); GRÜN (2010, 2013); SOUZA (2016).

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

necessário seguir uma técnica de governo dos mercados de dívida. Finalmente, na última seção, explicitamos o funcionamento do mercado de dívida pública no Brasil após as reformas implementadas no âmbito do Projeto de Fortalecimento do Gerenciamento Fiscal e Financeiro (PROGER) no início dos anos 2000. O mapeamento dos dispositivos constituintes da técnica de governo da dívida pública brasileira estreita as relações existentes entre agentes do mercado financeiro e da burocracia do Estado, evidenciando que as fronteiras entre os dois âmbitos são, na realidade, bem menos rígidas do que o esperado.

OS DISPOSITIVOS NOS ESTUDOS SOCIAIS DOS MERCADOS

Em 1986, Marie France Garcia-Parpet publicou seu trabalho clássico sobre a construção social do mercado de morangos de mesa em Fontaines, na França. Nesse trabalho, a autora utilizou do ferramental bourdieusiano para investigar as condições sociais da gênese do mercado de morangos de Fontaines e do seu funcionamento, mapeando os capitais exigidos, as disputas envolvidas, as disposições dos agentes relevantes e os investimentos de tempo, trabalho, financeiro, entre outros, efetuados. Por meio dessa reconstrução sociológica, Garcia-Parpet (2003 [1986]) conseguiu mostrar como os fatores sociais, tidos ora como residuais ora como fatores de distorção na aplicação concreta dos modelos econômicos, são, na verdade, imprescindíveis para a realização e a manutenção de um mercado aparentemente “perfeito”, isto é, cujo funcionamento dependeria, teoricamente, apenas da atuação irrestrita das leis de mercado.

A preocupação principal da autora nessa pesquisa estava em demonstrar como o mercado de morangos de Fontaines, assim como todos os mercados, está imerso - no sentido de *embeddedness* de Karl Polanyi – no mundo social. Porém, esse mesmo estudo foi capaz de mostrar como a construção daquele mercado necessitava não somente das disposições e da ação perene de indivíduos interessados na sua criação e manutenção, mas também: do galpão no qual as transações se realizavam; da exposição dos lotes de produtos lado a lado em um mesmo espaço, permitindo aos compradores compará-los; dos formulários entregues pelos produtores ao leiloeiro, com informações sobre os seus

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

produtos a serem repassadas aos potenciais compradores; do computador no qual o leiloeiro produzia os catálogos com essas informações, distribuídos para os potenciais compradores; da sala de leilões, projetada de forma a separar os agentes do campo da oferta dos agentes do campo da procura; do painel eletrônico no qual os preços dos morangos eram exibidos, de modo a alcançar todos os interessados em comprar os morangos ao mesmo tempo (GARCIA-PARPET, 2003 [1986]).

Michel Callon recuperou essa referência uma década mais tarde chamando a atenção para todos esses elementos que, relacionados entre si e com os agentes integrantes do mercado, funcionaram como dispositivos determinantes no enquadramento (*framing*) das transações efetuadas no mercado de morangos em Sologne. A noção de enquadramento é acionada pelo autor em uma discussão sobre o cálculo econômico (CALLON, 1998).

Referindo-se à capacidade dos agentes de hierarquizarem um determinado número de cursos de ação possíveis e projetarem as consequências dessas opções para a tomada de decisão (o que pressupõe o acesso a informações relevantes e revela as preferências dos agentes na forma como hierarquizam as possibilidades disponíveis), o cálculo, para Callon (1998), é possível na medida em que os agentes restringem um determinado enquadramento. Isto é, na medida em que levam em consideração um conjunto limitado de elementos para a realização do cálculo e ignoram outro universo de elementos. Aquilo que os economistas chamam de externalidades, “todas as conexões, relações e efeitos que os agentes não consideram nos seus cálculos ao entrarem em uma transação mercadológica (CALLON, 1998, p. 16, tradução livre feita pela autora)⁵”, Callon (1998) renomeia como um transbordamento (*overflowing*), enfatizando a impossibilidade de que os agentes considerem absolutamente todas as variáveis capazes de impactar sua ação e que decorrerão dela.

Assim, retomando o caso do mercado de morangos estudado por Garcia-Parpet, o autor defende que todos aqueles elementos citados (o galpão, as fichas com dados, a disposição dos lotes, o computador, a distribuição de catálogos com informações sobre

⁵ “all the connections, relations and effects which agents do not take into account in their calculations when entering into a market transaction” (CALLON, 1998, p. 16).

os produtos, o painel eletrônico e assim por diante) foram determinantes para a construção de um enquadramento específico das transações econômicas ali efetuadas, tornando-as “calculáveis”. Em suma, atuaram como dispositivos de mercado.

De forma sintética, a noção de dispositivos acionada para os estudos sociais dos mercados pode ser entendida como um conjunto de arranjos sociotécnicos capaz de intervir na constituição dos mercados, seus objetos e atores (CALLON *et al.*, 2007). Na verdade, os autores vinculados a uma abordagem pragmática, que se vale dessa noção de dispositivos para estudar a realidade econômica, utilizam por vezes o termo actantes em substituição ao de atores, para indicar a participação ativa não somente dos seres humanos, como também de objetos, fenômenos e seres vivos não-humanos na gênese e na dinâmica dos mercados (LEMOS, 2013).

Nesse sentido, é importante demarcar o afastamento dessa abordagem em relação à perspectiva neoinstitucionalista, já que a noção de instituições é considerada por demais estática e rígida, enquanto a de dispositivos favorece o aspecto dinâmico e interativo (BICHOFFE e DIÓGENES, 2019). Nessa perspectiva, os atores – ou actantes – são definidos a partir de suas conexões, das redes que formam.

Adotando uma perspectiva análoga, o presente artigo tem por objetivo chamar a atenção para as conexões entre agentes do mercado financeiro e agentes da burocracia estatal no âmbito do mercado de dívida pública brasileiro por meio dos sistemas eletrônicos, métricas e instrumentos – em suma, dispositivos – utilizados no governo desse mercado.

Assim, é importante ressaltar que, ainda que se inspire no esforço de Silva e Grün (2019) de demonstrar os aspectos sociais e sociológicos envolvidos na construção da política econômica brasileira – e da realidade econômica, como consequência -, este trabalho oferece uma contribuição diversa. Aquelos autores evidenciam o uso estratégico de variáveis e trunfos sociais como dispositivos de governo por agentes relevantes na definição da política monetária. Oferecem, dessa maneira, uma explicação para os divergentes – por vezes contraditórios – usos de modelos econométricos, softwares e outros elementos técnicos, supostamente objetivos e homogêneos, por esses atores. O protagonismo da análise recai, por conseguinte, nos agentes envolvidos na definição da

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

política monetária e sua ação estratégica, enquanto nosso objetivo consiste em, diversamente, conferir um maior protagonismo aos elementos técnicos e materiais – os dispositivos - envolvidos na dívida pública.

Para que possa haver a incorporação dos dispositivos de cálculo do mercado financeiro, primeiro, tem que ser legitimada a ideia de que a dívida pública pode ser gerida a partir de critérios objetivos e técnicos. Na próxima seção, explicitamos o momento em que isso acontece. Na última seção, apresentamos sistematicamente os dispositivos explicitando as suas origens no mercado financeiro.

O GOVERNO DA DÍVIDA PÚBLICA COMO TÉCNICA

O desenvolvimento do modelo de gestão da dívida pública atualmente adotado no Brasil se insere em um movimento mais geral de financeirização das dívidas soberanas e desenvolvimento dos mercados de dívida. Para ser melhor compreendido, esse movimento precisa ser localizado em um contexto histórico de transformação do sistema capitalista mundial e observado também à luz de uma inflexão operada ao nível dos modelos teóricos e práticos formulados nos campos da ciência econômica e da administração pública.

Os conceitos de *capacidades estatais* e de *governança* desempenharam um papel importante nessa inflexão e ajudam na sua compreensão (LOUREIRO e ABRUCIO, 2004; LOUREIRO e CALABREZ, 2020). A noção de capacidades estatais foi originalmente mobilizada por uma literatura preocupada em pensar o papel do Estado na promoção do desenvolvimento econômico e social dos países, em um contexto de hegemonia keynesiana e inspirado na experiência do *Welfare State* dos países do centro do capitalismo no pós-guerra (EVANS, 1992; GEDDES, 1994; SIKKINK; 1991; SCKOPOL, 1979, 1985). Mais tarde, com as transformações estruturais no sistema capitalista desde os anos de 1970, a construção da hegemonia neoliberal e a substituição da preocupação com o desenvolvimento econômico pela preocupação com a estabilização de dívidas em crise no contexto pós-autoritário na América Latina, as capacidades estatais

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

passaram a ser acionadas nos termos de boas práticas de governança (MELO e COSTA, 1996; STREECK e MERTENS, 2013).

O Estado deixa de ser visto como o instrumento a ser utilizado para a indução do desenvolvimento e passa a ser visto como um problema. Ganha força a visão de que o modelo tradicional de gestão pública, baseada em uma burocracia de inspiração weberiana, teria sido adequado à era do capitalismo industrial, mas se provaria anacrônico aos novos tempos do capitalismo financeirizado, globalizado e informacional (ABRUCIO, 1997; ARAGÃO, 1997). Tece-se uma crítica ao modelo de Estado burocrático, visto como truncado, muito rígido em suas regras e procedimentos (o que aparece na fala corrente como o “excesso de burocracia”), inflado de funções, pesado e ineficiente e propõe-se um novo modelo de gestão pública (ABRUCIO, 1997; ARAGÃO, 1997).

Nesse novo modelo, também chamado de *gerencial* (*managerialism* ou *public management*), o Estado passaria a funcionar pela lógica de uma empresa, através de redes dispersas de poder formadas em complementaridade com o setor privado, com ênfase na flexibilidade, na eficiência fundamentada em metas, nas “melhores práticas” (*best practices*), *benchmarks* e com “foco no cliente”, no caso, os usuários dos serviços públicos (ABRUCIO, 1997; ARAGÃO, 1997; BROWN, 2015). Em suma, o objetivo seria utilizar mecanismos e práticas de mercado para reconstruir a administração pública sobre bases “pós-burocráticas”, no bojo de processos de financeirização (ABRUCIO, 1997, p. 8; ARAGÃO, 1997; SCHWAN et al., 2020).

O novo paradigma foi implementado pioneiramente durante a década de 1980 nas administrações neoliberais e conservadoras de Margaret Thatcher, na Grã-Bretanha, e de Ronald Reagan, nos Estados Unidos. Ambos os governos avançaram reformas administrativas desenhadas nos termos daquilo que Abrucio (1997) nomeou de *gerencialismo puro*, direcionado à redução dos custos de manutenção da máquina estatal, e da compatibilização do aumento da eficiência com um processo de ampla desregulamentação e privatização dos serviços públicos.

A partir da década de 1990, o modelo gerencialista passa por algumas adaptações, aproximando-se mais da definição anteriormente estabelecida. A retórica deixa de se

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

centrar necessariamente sobre a necessidade de se ter *menos* governo e passa a propugnar *um novo tipo* de governo, organizado à maneira do setor privado (ABRUCIO, 1997; ARAGÃO, 1997). Uma importante referência para essa nova fase do gerencialismo é o livro *Reinventando o Governo: Como o Espírito Empreendedor está Transformando o Setor Público* (1994), publicado originalmente em 1993 e muito rapidamente traduzido no Brasil, logo no ano seguinte.

Para se ter uma medida da sua relevância prática, ou, para usar um termo mais afeito ao campo da ciência política, a sua relevância no *policymaking*, os autores David Osborne e Ted Gaebler foram convidados pelo presidente Bill Clinton para atuarem na reforma administrativa implementada no seu governo. No livro, os autores prescrevem o novo paradigma organizacional da boa governança, no qual o melhor Estado, mais eficiente e capaz (relembrando as capacidades estatais), é o Estado empreendedor.

No contexto brasileiro, Grün (1999, 2010, 2013) sistematizou tais desenvolvimentos em torno da noção de *guerras culturais*. Por meio de sua análise, é possível observar o jogo conflitivo entre as forças simbólicas e econômicas que sustentam dois modelos de empresa que, em última instância, se converteram em dois modelos concorrentes de mundo (GRÜN, 1999). O primeiro modelo é atrelado às tradicionais concepções hierárquicas de organização do capitalismo industrial. O segundo emerge a partir da financeirização do capitalismo, tendo início com a “revolução dos gerentes” (momento t0), passando pelas influências advindas da revolução conservadora anglo-saxã (momento t1) e se transmutando nas décadas seguintes até alcançar sua versão mais atualizada, atrelada às noções de empreendedorismo e governança (momento t2).

O predomínio do segundo modelo de mundo, neoliberal, aparece na análise do autor como resultado de um complexo processo de resignificação dos atores e dos dispositivos do mercado financeiro, que conseguiram afirmar sua hegemonia sedimentando a governança corporativa como a melhor ferramenta de gestão não somente para as empresas, como também para as demais organizações (GRÜN, 2013, p. 183). A dominação financeira apoiou-se, assim, na inclusão de novos dispositivos e atores no seu escopo e na afirmação da lógica de mercado para além dos domínios do mercado financeiro, transformando profundamente as relações internas das organizações, inclusive

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

o funcionamento do Estado (GRÜN, 1999, p. 123). Grün (1999, 2010, 2013) evidencia, dessa maneira, como os desenvolvimentos previamente descritos, que incluem transformações resultantes de lutas materiais e simbólicas, influenciaram também a financeirização do Estado brasileiro e a modificação paulatina do seu funcionamento.

Especificamente no âmbito da gestão das dívidas soberanas, ganhou força internacionalmente a concepção de que ela deveria ser estritamente técnica, isto é, baseada na atuação de profissionais capazes de traçar estratégias e diagnósticos supostamente esterilizados de interesses políticos sectários. Principalmente após a crise das economias asiáticas em 1997, a gestão e o desenvolvimento de títulos adquiriu centralidade na agenda de instituições financeiras multilaterais, como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional. A capacidade de endividamento por meio de mercados de capitais domésticos tornou-se a alternativa ao endividamento junto a bancos ou em mercados externos, figurando também como pilar estratégico de um novo paradigma neoliberal de desenvolvimento para países fora do centro capitalista (SILVA *et al.*, 2009).

Essa agenda foi condensada no documento *Guidelines for Public Debt Management*, publicado originalmente em 2001 pelo Banco Mundial em parceria com o Fundo Monetário Internacional. Esse documento representou um marco na história do desenvolvimento de estruturas de gestão da dívida pública em diversos países, inclusive no Brasil (SILVA *et al.*, 2009). Como o próprio título indica, o documento reuniu uma série de diretrizes estabelecendo quais seriam as melhores práticas internacionais para o desenvolvimento de mercados de títulos públicos eficientes e estáveis.

O Brasil também buscou incorporar essas “melhores práticas internacionais”. Nesses termos, a solução para o problema do desenvolvimento brasileiro consistiria na modernização da atuação do governo nas áreas fiscal e financeira, modernização entendida como a atualização da gestão e funcionamento do mercado de títulos públicos brasileiro às “atuais regras do sistema econômico” (BRASIL, 2001).

Para isso, a Secretaria do Tesouro Nacional desenvolveu em parceria com o Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD) o Projeto de Fortalecimento do Gerenciamento Fiscal e Financeiro (PROGER), entre os anos de 2001 e 2005. Esse projeto tinha entre seus objetivos principais “apoiar o processo de

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

consolidação da estrutura organizacional do Tesouro Nacional e o aperfeiçoamento de sua capacidade para gerenciamento da dívida pública federal e da política fiscal” por meio da implantação de um “novo arcabouço analítico e institucional da gestão da dívida pública” (BRASIL, 2001, p. 16).

Entre as atividades realizadas para o alcance desses objetivos estiveram a formação técnica de servidores da STN e a implantação de novos sistemas de informação. O desenvolvimento do PROGER implicou, portanto, em uma reforma institucional e na inclusão de um novo conjunto de práticas e de dispositivos na administração da dívida pública. Na próxima seção, tais dispositivos são explicitados por meio da descrição do funcionamento do mercado de dívida brasileiro, no intuito de sugerir que as metamorfoses no âmbito dos dispositivos também impactaram profundamente a forma como é feito o cálculo da dívida pública.

DISPOSITIVOS DO PROJETO DE FORTALECIMENTO DO GERENCIAMENTO FISCAL E FINANCEIRO COMO VIA DE ACESSO PARA A GESTÃO FINANCEIRA DA DÍVIDA ⁶

De acordo com a Secretaria do Tesouro Nacional (STN)⁷, a definição da dívida pública depende de diferentes critérios, sendo um deles a *forma* utilizada para o endividamento. Afinal, a dívida pode decorrer tanto da celebração de contratos, usualmente firmados com organismos multilaterais (Banco Mundial, Banco Interamericano de Desenvolvimento), agências governamentais (Japan Bank for International Cooperation, KFW) e bancos privados; quanto da emissão de títulos públicos no mercado financeiro. No primeiro caso, a dívida é chamada de contratual, no

⁶ As informações descritas nessa seção foram retiradas: BRASIL. Ministério da Economia. Secretaria do Tesouro Nacional (2020). **Sobre leilões**. Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/mercado-interno/sobre-leiloes>. Acesso em: 23/01/2023. CARVALHO, Lena Oliveira de; MORAIS, José Franco Medeiros de. **Mercado Primário da Dívida Pública Federal**. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira (Orgs.). **Dívida Pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009.

⁷ Órgão vinculado à Secretaria-Especial de Fazenda, subordinado ao Ministério da Economia, formalmente responsável pela execução da política fiscal e da gestão da dívida pública federal brasileira.

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

segundo é classificada como mobiliária⁸. Haja vista a dívida contratual representar uma parcela diminuta do total da dívida pública brasileira⁹ e considerando os objetivos do presente trabalho, a análise que se segue dá protagonismo aos títulos públicos enquanto instrumentos financeiros e ao funcionamento do mercado doméstico de dívida.

No Brasil, a venda de títulos públicos se dá tanto no mercado primário, reservado para a emissão de novos títulos pelo Tesouro Nacional por meio de ofertas públicas competitivas na modalidade de leilões, como no mercado secundário, no qual os títulos comprados no mercado primário pelas instituições autorizadas são comercializados.

Os leilões de títulos públicos são realizados por meio de processos competitivos, ou seja, são leilões abertos, que permitem acesso amplo de instituições financeiras, e são operados por meio do sistema eletrônico Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia)¹⁰ (*dispositivo 1*). O Selic foi criado em 1979 em uma parceria do Banco Central com a Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima)¹¹ e, a partir de 1996, passou a integrar eletronicamente todos os títulos públicos no mercado primário de dívida. Atualmente, o Selic é administrado pelo Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab), vinculado ao Banco Central, e operado por este órgão em parceria com a Anbima (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais)¹².

⁸ Informações retiradas de: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/sobre-a-divida-publica/o-que-e-a-divida-publica-federal>. Acesso em: 25/01/2023.

⁹ De acordo com o último Relatório Mensal da Dívida Pública Federal, publicado em novembro de 2022, a dívida pública contratual representava um percentual de 0,68% em relação ao total do endividamento (BRASIL, 2022).

¹⁰ Aqui é relevante discorrer – ainda que brevemente – sobre a Taxa Selic. Ela consiste na taxa básica de juros da economia, utilizada como referência para todas as demais taxas de juros existentes no Brasil. A Taxa Selic é apurada diariamente a partir das operações de empréstimo efetuadas pelas instituições financeiras participantes do sistema Selic, de onde ela deriva seu nome (BANCO, 2023). Análises relevantes já foram feitas na sociologia das finanças brasileira sobre a Taxa Selic, que não compõe o escopo da presente publicação. Para uma análise referente ao papel do jornalismo econômico na construção da realidade simbólica e material da economia, que utiliza a análise de gênero adotado e das vezes presentes no jornalismo econômico brasileiro no tocante à Taxa Selic, ver: Tavares; Neto, 2018).

¹¹ Entidade de classe criada em 1971, reunindo bancos, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, fundos de investimento e fundos de pensão. Em 2009 fundiu-se com a Associação Nacional de Bancos de Investimento (Anbid) e formou a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima).

¹² Entidade de classe que representa as instituições do mercado de capitais brasileiro, entre bancos comerciais, bancos múltiplos e de investimento, empresas de gestão de ativos, corretoras, distribuidoras de valores mobiliários e gestores de patrimônio. Atua também na autorregulação, supervisionando o mercado de capitais por meio de códigos de melhores práticas, e na certificação de profissionais do mercado

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

O Banco Central - apesar de estar impedido de emitir títulos próprios desde a implementação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) em 2000 - é responsável por administrar o sistema eletrônico no qual são conduzidos os leilões dos títulos públicos e também atua na produção de conhecimento especializado sobre o mercado de dívida, direcionado tanto para os gestores governamentais - na condução das políticas fiscal e monetária -, quanto para investidores e instituições financeiras.

Além da Anbima, do Banco Central e da STN, a atuação dos chamados *dealers* é fundamental. Os *dealers* são instituições financeiras (bancos e corretoras/distribuidoras de valores mobiliários) credenciadas pela STN para atuarem na intermediação das negociações de títulos públicos nos mercados primário e secundário. Sua criação remonta ao ano de 1972, quando a dívida pública era administrada pelo Banco Central, que ainda lutava para desenvolver o incipiente mercado de dívida brasileiro (RAIMUNDO, 2021).

A partir de 2003, o Banco Central e a STN passaram a partilhar um sistema de *dealers* e, a partir de 2015, a STN passou a contar com um sistema independente (RAIMUNDO, 2021). Esse fato evidencia a paulatina transferência das funções relacionadas à gestão da dívida pública do Banco Central para a STN, reforçada pelas reformulações iniciadas pelo projeto de 1999.

Desde 2003 essas instituições financeiras são divididas em dois grupos: *dealers* primários, que atuam no mercado primário de dívida; e *dealers* especialistas, que atuam no mercado secundário, promovendo liquidez e divulgando o preço dos títulos públicos (VENCESLAU e PEDRAS, 2009). Os critérios para a escolha dessas instituições¹³ e para a avaliação de seu desempenho, assim como seus direitos e deveres, são regulados pela edição de Portarias pela STN.

financeiro e de capitais brasileiro. Informações retiradas de: https://www.anbima.com.br/pt_br/pagina-inicial.htm. Acesso em: 23/01/2023.

¹³ De acordo com a última Portaria editada sobre o tema, a Portaria STN nº 689, de 11 de fevereiro de 2021, os critérios para o credenciamento de *dealers* consistem em que a instituição financeira possua: patrimônio de referência de pelo menos R\$26.250.000,00 (vinte e seis milhões e duzentos e cinquenta mil reais); elevado padrão ético de conduta nas operações realizadas no mercado financeiro; e inexistência de restrição que, a critério do Banco Central ou do Tesouro Nacional, desaconselhe o credenciamento.

Os *dealers*¹⁴ são definidos como parceiros do Tesouro Nacional na promoção do desenvolvimento do mercado de dívida brasileiro. Como evidencia a passagem transcrita abaixo, retirada de uma publicação institucional da STN, eles desempenham papel fundamental no monitoramento do mercado de dívida pública, na identificação de preferências dos investidores com relação aos produtos ofertados e, com base nessas informações, subsidiam o planejamento estratégico dos gestores governamentais para a emissão de títulos.

O Tesouro Nacional consulta regularmente essas instituições para a definição dos lotes de títulos a serem ofertados em leilão. A partir dessa amostra, é possível capturar uma proxy da demanda por títulos públicos a cada semana. Os dois grupos de dealers repassam, no mínimo, duas vezes ao dia informações sobre as taxas dos títulos no mercado secundário, que são bastante importantes para o monitoramento do mercado, assim como para a definição do preço dos títulos oferecidos no Programa do Tesouro Direto.

[...]

Os intermediários desempenham papel fundamental para a boa distribuição e apreçamento dos ativos no mercado financeiro. Eles são capazes de identificar as necessidades dos investidores, tais como: tipos de instrumento, rentabilidade, prazo desejado, e supri-las por meio do mercado secundário. Os intermediários também repassam ao Tesouro a percepção acerca da aceitabilidade de determinado título, assim como a existência de demanda por algum tipo de título ou prazo que ainda não esteja sendo atendido pelo Tesouro Nacional. Tais informações são bastante relevantes para o planejamento de emissões (VENCESLAU e PEDRAS, 2009, p. 343).

Também podem participar do sistema Selic, como investidores: bancos, caixas econômicas, sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários; demais instituições financeiras; e câmaras, órgãos reguladores e administradores de plataforma de negociação, a critério do Demab.

¹⁴ Atualmente as seguintes instituições financeiras estão habilitadas a atuarem como dealers com a STN: Banco do Brasil S.A.; Bank of America Merrill Lynch Banco Múltiplo S.A.; Banco Bradesco S.A.; Banco BTG Pactual S.A.; Banco Santander (BRASIL) S.A.; Banco J. P. Morgan S.A.; Caixa Econômica Federal; Goldman Sachs do Brasil Banco Múltiplo S.A.; Itaú Unibanco S.A.; BCG Liquidez DTVM LTDA; Tullett Prebon Brasil Corret Valores Câmbio LTDA; XP Investimentos CCTVM S.A.. Disponível em: <<https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/mercado-interno/dealers>>. Acesso em: 23/01/2023.

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

Esses participantes são divididos entre liquidantes e não-liquidantes. Os liquidantes são aqueles titulares de conta do tipo Reservas Bancárias e de Contas de Liquidação, podendo efetuar a liquidação financeira de operações próprias; de operações de participantes não liquidantes que lhe tenham transferido essa incumbência; e de operações de clientes. Participantes não-liquidantes são aqueles que têm a liquidação financeira de suas operações e das operações de seus clientes efetuadas por participantes liquidantes autorizados.

O acesso das instituições financeiras liquidantes ao Selic dá-se pela Rede do Sistema Financeiro Nacional (RSFN) e pela Rede de Telecomunicação para o Mercado (RTM) (*dispositivo 2*), enquanto o acesso de não liquidantes dá-se exclusivamente pela RTM. A RSFN é a estrutura de comunicação de dados, implementada por meio de tecnologia de rede, que dá suporte ao tráfego de informações no âmbito do Sistema Financeiro Nacional para serviços autorizados pelo Banco Central¹⁵. A RTM¹⁶ é, por sua vez, uma empresa da Anbima e da B3¹⁷, que, enquanto uma infraestrutura de telecomunicações e tecnologia de rede, consiste no principal *hub* integrador do mercado financeiro.

A seleção de propostas enviadas pelas instituições financeiras participantes nos leilões de venda e compra de títulos públicos se faz com base em critérios pré-definidos pelo Tesouro e os resultados dos leilões são publicados no site oficial da STN.

A Figura 1 esquematiza de forma simplificada a rede de agentes estabelecida por meio dos dispositivos identificados. A B3 e a Anbima atuam como parceiras do Banco Central e da STN na provisão da infraestrutura tecnológica essencial à existência do mercado primário de dívida e intermediam as relações desses agentes com as diversas instituições financeiras que participam do mercado como investidoras. Os *dealers*, por sua vez, emergem como agentes essenciais nesse mercado na medida em que alimentam os gestores com informações relacionadas às preferências dos investidores,

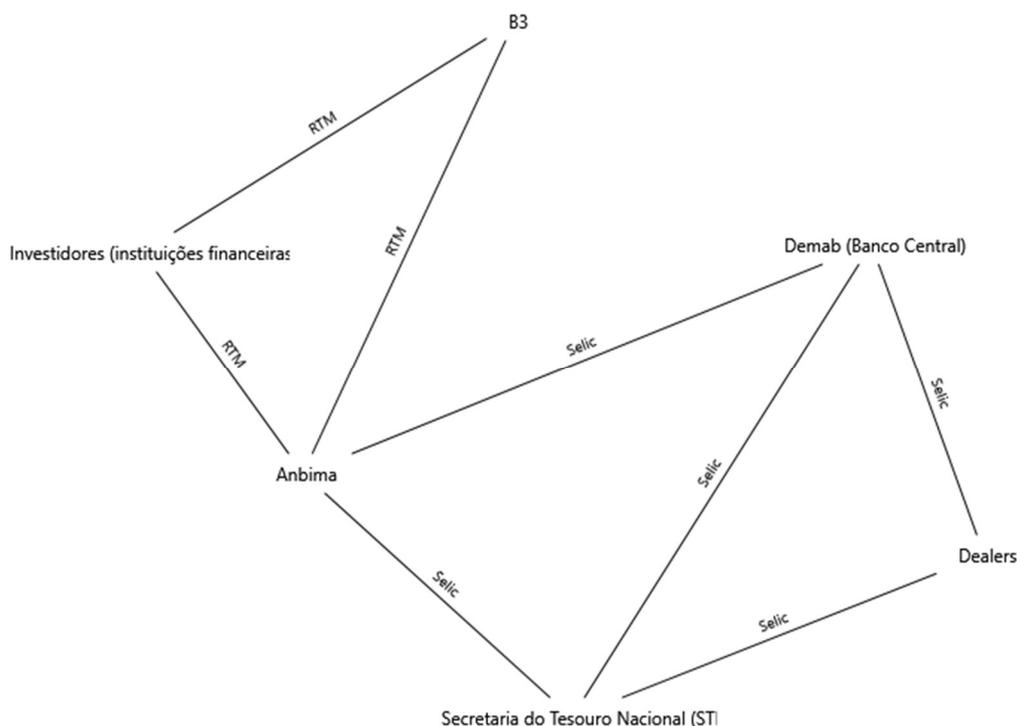
¹⁵ BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Comunicação eletrônica de dados no sistema financeiro.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/comunicacaodados>. Acesso em: 10/01/2022.

¹⁶ Site da empresa: <https://www.rtm.net.br/a-rtm/quem-somos-missao-visao-valores-linha-do-tempo/#linha-do-tempo>. Acesso em: 10/01/2022.

¹⁷ A B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) é a Bolsa de Valores brasileira.

influenciando, dessa maneira, as decisões tomadas no tocante aos produtos (títulos públicos) ofertados nesse mercado.

Figura 1 – Rede simplificada do mercado primário de dívida pública brasileiro



Fonte: elaboração própria com o uso do software Atlas.ti

Uma vez emitidos, os títulos públicos podem ser livremente negociados entre as instituições financeiras no mercado secundário de dívida, no qual o Tesouro Nacional não participa. Nessa etapa, os títulos são negociados, majoritariamente, no *mercado de balcão*, que consiste em um segmento do mercado de capitais onde são negociados títulos que não podem ser comercializados na bolsa de valores.

O mercado secundário também se dá por meio de três sistemas de negociação eletrônica (*dispositivos 3*): o SISBEX, o Cetipnet, ambos em parceria com a B3, e o E-Bond, em parceria com a Bloomberg. Contudo, as negociações nesses sistemas ainda são restritas e consta nos objetivos da STN incentivar a expansão do mercado secundário nessas plataformas.

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

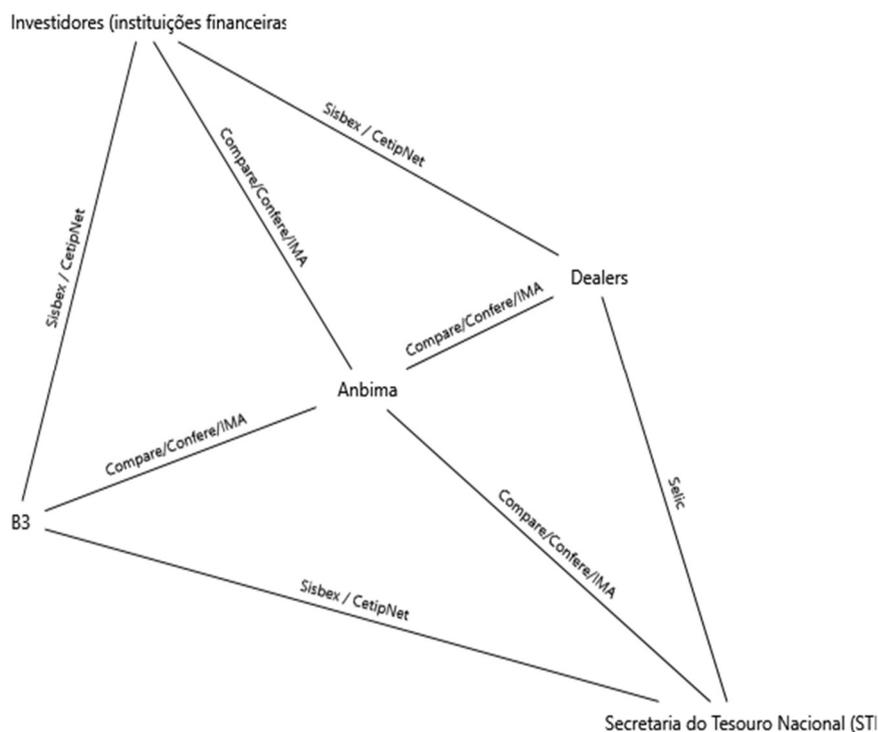
A Anbima também é considerada parceira da STN no desenvolvimento do mercado secundário e tem a função de disponibilizar diariamente os preços e taxas de referência dos títulos públicos. Para isso, a instituição disponibiliza o sistema Compare (Sistema de Comparação de Taxas), no qual é possível acessar dados, séries históricas, comparar taxas dos títulos públicos e elaborar gráficos a partir dessas informações; o Confere¹⁸ (Calculadora Eletrônica de Títulos Públicos Federais), que faz simulações e cálculos comparativos com os índices e variáveis relevantes para a dívida pública; e calcula e divulga os índices e subíndices da família IMA¹⁹ (Índice de Mercado Anbima) (*dispositivos 4*), que servem de referência para a avaliação comparativa dos produtos ofertados no mercado de dívida pública pelos investidores.

A Figura 2 mostra de forma simplificada a rede de agentes estabelecida por meio dos dispositivos identificados. A B3 e a Anbima novamente aparecem como parceiras da STN na provisão da infraestrutura tecnológica essencial à existência do mercado secundário de dívida, além da provisão de dados e índices relacionados ao apreçamento dos títulos ofertados. Como mencionado anteriormente, também os *dealers* especialistas aparecem como agentes relevantes no funcionamento do mercado secundário, no provimento de informações e atuam como os intermediadores dos títulos públicos nesse mercado, que não conta com a participação direta da STN.

Figura 2 – Rede simplificada do mercado secundário de dívida pública brasileiro

¹⁸ O acesso ao Compare e ao Confere pode se dar por meio do seguinte endereço eletrônico: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/precos-e-indices/ferramentas/calculadoras.htm. Acesso em: 15/01/2022.

¹⁹ Informações mais detalhadas sobre esse índice estão disponíveis na página oficial da Anbima: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/precos-e-indices/indices/ima.htm. Acesso em: 15/01/2022.



Fonte: elaboração própria com o uso do software Atlas.ti

Além dos mercados primário e secundário de dívida pública, há o Tesouro Direto. Em 6 de novembro de 2001 foi celebrado um acordo de cooperação técnica entre o Tesouro Nacional e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLIC), hoje um departamento da B3, com o objetivo de construir um ambiente eletrônico de oferta pública de títulos federais para pessoas físicas que prescindisse da realização de leilões. Assim foi criado o Tesouro Direto²⁰ (*dispositivo 5*), que começou a operar no dia 7 de janeiro de 2002.

Antes do Tesouro Direto, os títulos públicos eram ofertados somente em leilões, com participação restrita às instituições financeiras habilitadas, ou por emissões diretas especificadas em lei. O acesso de pessoas físicas aos títulos públicos se dava exclusivamente com a intermediação daquelas instituições financeiras.

²⁰ Atualmente ele pode ser acessado no endereço eletrônico: <https://www.tesourodireto.com.br/>. Acesso em 23/01/2023.

Há três caminhos possíveis para investir no Tesouro Direto: diretamente pelo site ou aplicativo do programa, acessando o Portal do Investidor; diretamente pelo site ou aplicativo da instituição financeira na qual o investidor possua uma conta, desde que essa instituição seja um agente integrado ao Tesouro Direto²¹; e também é possível que a instituição financeira na qual o investidor tenha conta realize a negociação de títulos em nome deste, desde que devidamente autorizada.

Para realizar o investimento, a pessoa física deve, portanto, contratar uma instituição financeira (bancos e corretoras) por meio da qual realizará um cadastro no Portal do Investidor e, também com a intermediação dessas instituições, as aplicações e resgates dos investimentos efetuados no Tesouro Direto são realizados.

As instituições financeiras interessadas em oferecer os produtos do Tesouro Direto devem se cadastrar como Agentes de Custódia na B3 e a ela solicitar sua habilitação mediante apresentação de documentação específica: assinatura de Contrato de Prestação de Serviço de Custódia de Ativos e adesão aos regulamentos editados pela B3 que se refiram à operacionalização dos sistemas do Tesouro Direto por meio da assinatura do Termo de Adesão ao Regulamento do Tesouro Direto (*dispositivos 6*). Também é necessário que a instituição forneça o e-mail do funcionário que ficará responsável pelas atividades relacionadas ao Tesouro Direto. O cadastro dos investidores e sua habilitação

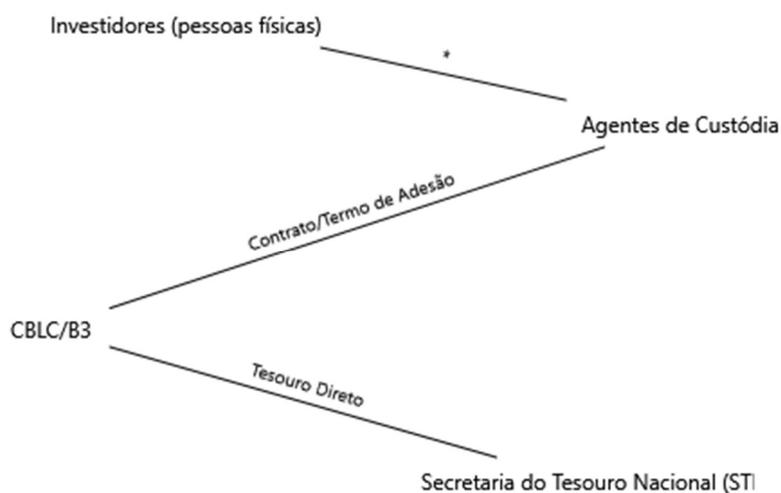
²¹ São listadas em ordem alfabética 63 instituições financeiras atualmente habilitadas: Agora CTVM S/A; Alfa CCVM S/A; Amaril Franklin CTV LTDA; Ativa Investimentos S/A CTCV; Banco ABC Brasil; Banco Andbank (Brasil) S.A.; Banco BTG Pactual S/A; Banco Cooperativo SICOOB S.A.; Banco SICOOB; Banco Daycoval S/A; Banco Modal; Banco Seguro S.A.; Banrisul S/A Corretora de Valores Mobiliários e Câmbio; BB Banco de Investimento S/A; BGC Liquidez DTVM; BOCOM BBM CCVM S/A; BS2 DTVM S/A; C6 CTVM LTDA; Caixa Econômica Federal; Clear Corretora - Grupo XP; CM Capital Markets CCTVM LTDA; CODEPE CV E CAMBIO S/A; Corretora Geral de VC LTDA; Elite CCVM LTDA; Escritório Ruy Lage Consultoria; Fator S.A. CV; Genial Institucional CCTVM S.A.; Genial Investimentos CVM S.A.; Guide Investimentos SA Corretora de Valores; H.COMMCOR DTVM LTDA; ICAP do Brasil CTVM LTDA; Inter DTVM LTDA; Itaú CV S/A; Mirae Asset Wealth Management; Modal DTVM LTDA; Mundivest S.A. CCVM; Necton Investimentos S.A. CVMC; Orama DTVM S A; PI Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A; Planner CV S.A; Positiva CTVM S/A; RB Capital Investimentos DTVM; Renascença DTVM LTDA; Rico Investimentos - Grupo XP; Safra CVC LTDA.; Santander CCVM S/A; Senso CCVM S.A.; Sita SCCVM S.A.; Solidus S/A CCVM; Singulare CTVM S.A; Terra Investimentos DTVM LTDA; Toro CTVM LTDA; Tullett Prebon; UBS Brasil CCTVM S/A; Vitreo DTVM S.A.; Votorantim Asset Management DTVM; Warren CVMC LTDA; XP Investimentos CCTVM S/A.

no Tesouro Direto são realizados por essas instituições financeiras no sistema disponibilizado pela B3.

Após devidamente cadastrado, o investidor deve preencher na tela de compra a quantidade ou valor financeiro de cada título público que pretende adquirir. Escolhidos os títulos e enviada a proposta de compra, a B3 confere se a proposta está dentro dos limites mensais de compra por Cadastro de Pessoas Físicas (CPF), verifica eventuais alterações de preços e na quantidade disponível dos títulos selecionados que possam ter ocorrido no decorrer da transação, solicitando, ao final, a confirmação de compra ao investidor.

A Figura 3 mostra de forma simplificada a rede de agentes estabelecida por meio dos dispositivos identificados. É importante mencionar que, para efeitos deste trabalho, não expandimos a pesquisa para identificar os dispositivos específicos que ligam os Agentes de Custódia aos investidores. Isso compreenderia entrar na seara dos diferentes formatos de contas bancárias e relacionamento com os clientes oferecidas por diferentes instituições financeiras.

Figura 3 – Rede simplificada do Tesouro Direto



Fonte: elaboração própria com o uso do software Atlas.ti

O Tesouro Direto é regido pelo Regulamento do Programa Tesouro Direto, atualizado pela Portaria n. 820, de 3 de outubro de 2017²². Nele estão disciplinadas as atividades da B3, da STN, dos investidores e dos Agentes de Custódia no âmbito do Programa, cujos direitos e deveres estão descritos de forma pormenorizada no Quadro 1.

Quadro 1 – Direitos e deveres das instituições envolvidas no Tesouro Direto

	DIREITOS	DEVERES
STN	<ul style="list-style-type: none"> * definir os preços, os prazos de vencimento, as quantidades e as demais características dos títulos a serem comprados e vendidos no Tesouro Direto; * determinar, em conjunto com a B3, os meios de pagamentos aceitos nas compras dos títulos pelos investidores; * estabelecer limites máximo e mínimo de compra e venda de títulos por CPF; * receber da B3 os recursos financeiros provenientes dos pagamentos efetuados pelos investidores; * receber da B3 os Títulos vendidos pelos Investidores à STN no Tesouro Direto; * efetuar consultas e obter informações relevantes para suas atividades; * suspender a qualquer momento e a seu critério as compras e vendas de títulos no Tesouro Direto. 	<ul style="list-style-type: none"> * disponibilizar à B3 os títulos por ela ofertados via internet, de forma a viabilizar sua entrega aos investidores, * repassar à B3 os recursos financeiros relativos aos Eventos de Custódia dos títulos de propriedade dos investidores e registrados no Tesouro Direto e recursos relativos ao pagamento de títulos vendidos pelos investidores à STN; * manter a infraestrutura tecnológica necessária para o funcionamento do Tesouro Direto, bem como atualizar as informações disponibilizadas; * atualizar na área de acesso livre do Tesouro Direto a lista de Agentes de Custódia habilitados no Tesouro Direto, conforme informações fornecidas pela B3; * fornecer à B3, para atualização da área de acesso exclusivo, os preços, prazos de vencimento, quantidades e demais características dos títulos ofertados; * definir conjuntamente com a B3 o valor, a forma e o prazo do pagamento das taxas relativas às atividades desempenhadas pela B3 no âmbito do Tesouro Direto.

²² As informações que se seguem são todas retiradas do Regulamento do Tesouro Direto. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/1B/D6/29/4F/22EC46101305DC46AC094EA8/Regulamento_Tesouro_Direto.pdf. Acesso em: 23/01/2023.

B3	<p>*admitir e descredenciar Agentes de Custódia, observando os requisitos e condições estabelecidos em Regulamento ou quaisquer outras normas editadas pela B3 que se refiram à operacionalização dos sistemas do Tesouro Direto, e demais normas aplicáveis;</p> <p>*exigir o cumprimento de padrões adequados de idoneidade e ética profissional, bem como julgar e punir seu desrespeito por parte de Agentes de Custódia, seus administradores e prepostos;</p> <p>* exigir, nos prazos que fixar, a prestação de informações e esclarecimentos por parte do Agente de Custódia;</p> <p>* fiscalizar as atividades dos Agentes de Custódia, seus administradores e prepostos, bem como auditar, sempre que necessário, os sistemas e procedimentos desses agentes quando relacionados às atividades desempenhadas no âmbito do Tesouro Direto;</p> <p>* ser comunicada imediatamente, na pessoa dos seus Diretores, pelos Agentes de Custódia, sobre indícios de irregularidades ou a ocorrência de quaisquer fatos que possam afetar o desempenho de suas atividades no Tesouro Direto;</p> <p>*suspender e reverter a suspensão da atuação do Agente de Custódia no Tesouro Direto, quando a segurança das atividades da B3 assim o exigir, comunicando o fato à STN e aos órgãos reguladores do mercado, assim como aplicando as multas cabíveis e demais punições legais ou contratuais incidentes;</p> <p>* receber da STN os títulos ofertados pela internet, os recursos financeiros relativos aos Eventos de Custódia e ao pagamento de títulos vendidos pelos investidores à STN;</p> <p>* receber dos investidores e dos Agentes de Custódia, nos prazos definidos, os recursos financeiros relativos ao pagamento dos títulos comprados no Tesouro Direto;</p> <p>* aceitar, em casos especiais, a retirada de títulos das Contas de Custódia, mediante análise e autorização prévia da B3;</p> <p>* suspender ou recusar qualquer compra ou venda de títulos que possa se enquadrar nos ilícitos previstos na legislação em vigor ou que infrinjam as normas legais e regulamentares da B3 ou da STN;</p> <p>*estabelecer o valor, a forma e o prazo do pagamento das taxas relativas às suas atividades no Tesouro Direto, além de exigir o seu pagamento.</p>	<p>*monitorar a utilização dos limites por CPF;</p> <p>* atender às consultas realizadas pela STN na elucidação das questões relativas à sistemática e ao funcionamento operacional dos sistemas, no tocante à criação e/ou registro de novos títulos, assim como quaisquer dúvidas inerentes aos sistemas;</p> <p>* comunicar à STN casos de inadimplência e adotar os procedimentos estabelecidos em conjunto com a STN;</p> <p>* repassar os recursos financeiros relativos à compra e venda de títulos no âmbito do Tesouro Direto;</p> <p>* suspender imediatamente as compras e vendas de títulos no Tesouro Direto, quando determinado pela STN;</p> <p>* zelar e responsabilizar-se pela segurança e bom funcionamento dos sistemas e da infraestrutura tecnológica envolvidos na área de acesso exclusivo do Tesouro Direto, bem como manter atualizadas as informações nessa área;</p> <p>* fornecer à STN a lista atualizada dos Agentes de Custódia habilitados no Tesouro Direto;</p> <p>* assegurar a integridade dos títulos custodiados e conservar o sigilo a respeito de suas características e quantidades, exceto no caso de fornecimento de informações para órgãos reguladores do mercado, STN e demais instituições autorizadas por lei;</p> <p>* efetuar o repasse, aos Agentes de Custódia, de recursos financeiros referentes aos Eventos de Custódia e às vendas de títulos realizadas à STN pelo investidor;</p> <p>* disponibilizar consulta de saldos e movimentações de títulos.</p>
----	---	---

<p style="text-align: center;">agente de Custódia</p>	<ul style="list-style-type: none"> * depositar títulos, solicitar bloqueio e desbloqueio de títulos em garantia, bem como transferir títulos em contas de custódia sob sua responsabilidade, desde que mantida a mesma titularidade; * efetuar consultas e obter informações sobre saldos das contas de custódia de seus clientes; * receber as informações necessárias ao exercício de suas funções; * receber os recursos financeiros relativos às compras de títulos realizadas por seus clientes; * receber o valor financeiro referente às taxas cobradas pela prestação dos seus serviços. 	<ul style="list-style-type: none"> * celebrar contrato de Prestação de Serviço de Custódia de Ativos e assinar Termo de Adesão ao Regulamento do Tesouro Direto; * cadastrar os investidores, seus clientes, conforme as exigências da legislação em vigor e do Banco Central; * habilitar os investidores, seus clientes, no Tesouro Direto; * manter o controle dos títulos depositados sob a sua responsabilidade, bem como o registro de autorização ou solicitações que motivem a movimentação dos mesmos, de acordo com as exigências regulamentares e legais; * responsabilizar-se pela origem, legitimidade e veracidade dos endossos e de quaisquer documentos apresentados e informações prestadas para instruir suas ações com relação aos títulos dos investidores; * manter atualizados, em seus sistemas e nos da B3, os seus dados cadastrais e os dados cadastrais dos investidores, seus clientes, bem como fornecer à B3 documentos que comprovem a autenticidade e a veracidade de suas informações cadastrais e dos seus clientes; * comunicar à B3 a ocorrência de fatos irregulares que possam afetar ou tenham afetado suas atividades; * firmar instrumento próprio de prestação de serviços com os investidores, seus clientes, inserindo neste documento as cláusulas mínimas estabelecidas pela B3. * obter autorização formal dos investidores para movimentação de títulos e execução de compras e vendas no Tesouro Direto; * repassar recursos financeiros referentes às compras e vendas de títulos por seus clientes; * fornecer aos investidores informes de rendimentos; * informar à B3 e à STN o prazo de repasse dos recursos líquidos aos investidores relativos à venda de títulos e Eventos de Custódia; * informar à B3, à STN e aos investidores as taxas cobradas pela prestação de seus serviços, bem como a metodologia utilizada para o cálculo dessas taxas; * assegurar a integridade dos títulos custodiados e manter sigilo acerca de suas características e quantidades.
---	---	---

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

Novamente, a B3 aparece como parceira da STN na operacionalização desse segmento do mercado de dívida pública. De partida, alterações no regulamento acontecem somente por decisão conjunta da STN e da B3. Essas alterações são eventualmente comunicadas aos Agentes de Custódia e aos investidores, aos quais cabe somente seguir as novas regras. Na definição dos direitos e deveres de cada um dos atores envolvidos nas operações do Tesouro Direto, fica evidente a importância da atuação da B3 em toda a operacionalização e gestão do programa.

À STN é reservada a prerrogativa de suspender a qualquer momento a oferta dos títulos públicos, de definir todas as características (os preços, os vencimentos, as quantidades) dos títulos ofertados no Tesouro Direto, e também de definir o mínimo e o máximo de compras estipuladas para cada CPF. Seus deveres compreendem tarefas básicas para a garantia de funcionamento do mercado, como garantir a disponibilidade dos títulos ofertados e manter atualizadas as informações relevantes para o funcionamento do programa.

É importante ressaltar que a B3 toma a frente quando se trata de assuntos relacionados aos Agentes de Custódia, de modo que os direitos e deveres da STN nem mesmo citam essas instituições no Regulamento oficial. A B3, por seu turno, é responsável por admitir, descredenciar e fiscalizar esses agentes no tocante às atividades, sistemas e procedimentos vinculados ao Tesouro Direto. Em seu poder está, portanto, a prerrogativa de exercer uma “vigilância ética” sobre os Agentes de Custódia e seus prepostos, compreendendo o direito de realizar auditorias e aplicar punições proporcionais ao delito ou irregularidade praticada por estes.

Como mediadora das transações, a B3 possui, ainda, direitos relacionados ao recebimento apropriado dos títulos públicos ofertados pela STN e dos recursos financeiros envolvidos na compra e venda desses títulos. Também atua enquanto agente fiscalizador, na medida em que possui a prerrogativa de suspender ou recusar a compra, venda e liquidação de títulos que enquadre como ilícita à luz da legislação vigente para a regulamentação do mercado financeiro e das normas da STN e da B3. Em suma, a B3 atua não somente como agente fiscalizador, mas também desempenha um papel normativo, sobretudo no tocante aos Agentes de Custódia.

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

No tocante aos seus deveres, a B3 é responsável por assegurar o funcionamento adequado da infraestrutura tecnológica do mercado, por distribuir os produtos e recursos financeiros envolvidos nas transações realizadas no âmbito do Tesouro Direto e por monitorar o cumprimento das normas relacionadas aos limites de compra por CPF e identificar possíveis casos de inadimplência.

Diversamente aos Agentes de Custódia cabem direitos e deveres evidentemente mais restritos a um nível operacional, sem que tenham influência sobre a formulação de normas relacionadas ao funcionamento do mercado ou participação no seu governo.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo visa contribuir com os esforços da Sociologia Econômica e da Sociologia das Finanças brasileiras em explicitar os fenômenos econômicos enquanto objetos de relevância sociológica. Os dispositivos de financeirização da dívida pública brasileira consistem no objeto de análise e são percebidos como elementos essenciais para a constituição do mercado de dívida, seus objetos e atores (CALLON *et al.*, 2007). Mais além, argumenta-se que a reinserção de tais dispositivos em seu contexto histórico-político-social faz-se essencial num contexto em que o discurso da técnica predomina.

Com base nos dados apresentados neste trabalho, foi possível traçar as redes de instituições ligadas por meio dos dispositivos envolvidos na operacionalização e no governo do mercado de dívida pública brasileiro. Primeiro foram identificados os dispositivos, quais sejam: o sistema Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia); a Rede de Telecomunicação para o Mercado (RTM); o SISBEX; o Cetipnet; o Tesouro Direto; o Contrato de Prestação de Serviço de Custódia de Ativos; o Termo de Adesão ao Regulamento do Tesouro Direto; o sistema Compare (Sistema de Comparação de Taxas); o Confere (Calculadora Eletrônica de Títulos Públicos Federais); os índices e subíndices da família IMA (Índice de Mercado Anbima).

Recontextualizados, tais dispositivos tornaram evidentes as redes de atores relevantes na medida em funcionam como os conectores (infra-)estruturais desses nós. No segundo momento da análise, portanto, foi possível traçar essas redes de atores,

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

compostas por agentes da burocracia estatal (Banco Central, Secretaria do Tesouro Nacional), agentes do mercado financeiro (B3, Anbima, Agentes de Custódia, *dealers*) e investidores (pessoas físicas, bancos, corretoras de investimentos). As tradicionais fronteiras que teoricamente separam Estado e mercado tornam-se difíceis de identificar no âmbito do governo do mercado de dívida pública, na medida em que agentes desses dois domínios atuam em parceria na construção e governo de uma mesma realidade econômica, compartilhando sistemas normativos, objetivos e instrumentos.

Traçar as relações entre essas instituições por meio dos dispositivos que elas operacionalizam conduz, por conseguinte, ao argumento defendido neste trabalho de que não existe apenas uma influência externa dos atores de mercado no governo do mercado de dívida pública, passível de ser identificada através de laços pessoais ou estruturas de capitais próximas entre agentes do mercado e agentes do Estado. Houve ao longo das últimas décadas um processo de absorção de práticas, métricas e instrumentos de gestão do setor privado pelo setor público, que modificou a dinâmica de governo do mercado de dívida em sua completude. Em resumo, o processo de financeirização das dívidas públicas conduziu à construção de mercados de títulos que atualmente pressupõem uma atuação conjunta de agentes do mercado financeiro e da burocracia estatal.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRUCIO, Fernando Luiz. O impacto do modelo gerencial na Administração Pública: um breve estudo sobre a experiência internacional recente. **Cadernos ENAP**, Brasília-DF, n. 10, pp. 7-50, 1997.

ARAGÃO, Cecília Vescovi. Burocracia, eficiência e modelos de gestão pública: um ensaio. **Revista do Serviço Público**, Brasília-DF, ano 48, n. 3, pp. 104-132, 1997.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxa Selic**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>. Acesso em: 01/03/2023.

BICHOFFE, Ana Carolina. **Métricas sobre o Estado: por uma sociologia da classificação do risco de crédito soberano brasileiro**. Orientador: Roberto Grün. 2017. 302 fl. Tese (Doutorado em Ciência Política) – Centro de Educação e Ciências Humanas, Universidade Federal de São Carlos, São Carlos-SP, 2017.

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

BICHOFFE, Ana Carolina; DIÓGENES, Mateus Baeta. Démarche dos Dispositivos: apontamentos sobre ordens, convergências e situações no campo econômico-financeiro. **Política & Sociedade**, Florianópolis-SC, vol. 18, n. 43, pp. 192-223, 2019.

BIN, Daniel. **A superestrutura da dívida: financeirização, classes e democracia no Brasil neoliberal**. São Paulo: Alameda, 2017.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (2001). **Projeto de Fortalecimento do Gerenciamento Fiscal e Financeiro**. Disponível em: <

<https://info.undp.org/docs/pdc/Documents/Forms/AllItems.aspx?RootFolder=%2Fdocs%2Fpdc%2FDocuments%2FBRA&FolderCTID=0x0120008F90FBF6FA09BA4B986DA533205DBD00&View=%7BCD1390B8-D58D-4F86-B1E7-4FBEE9D956EA%7D>>.

Acesso em: 05/01/2023.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Relatório Mensal da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2022. Disponível em: <

https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICACAO:45828>.

Acesso em: 23/01/2023.

BRASIL 247. **Em carta a Lula, economistas rebatem Fraga, Bacha e Malan: “teto de gastos é inviável”**. (19/11/2022). Disponível em: <

<https://www.brasil247.com/economia/em-carta-a-lula-economistas-rebatem-fraga-bacha-e-malan-teto-de-gastos-e-inviavel>>. Acesso em: 31/01/2023.

BROWN, Wendy. **Undoing the Demos: Neoliberalism’s Stealth Revolution**. New York: Zone Books, 2015.

CALLON, Michel. **The laws of the markets**. Oxford: Blackwell Publishers, 1998.

CALLON, Michel. What does it mean to say that Economics is performative? *In*: MACKENZIE, Donald; MUNIESA, Fabian; SIU, Lucia (Org.). **Do economists make markets? On the performativity of economics**. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2007.

EICHENGREEN, Barry; EL-GANAINY, Asmaa; ESTEVES, Rui; MITCHENER, Kris James. **In Defense of Public Debt**. Oxford: Oxford University Press, 2021.

EVANS, P. The state as problem and solution: predation, embedded autonomy and structural change. *In*: H. Stephan & K. Robert (Org) **Politics of Economic Adjustment**. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1992.

FERREIRA, Alceu Conceição. **Os donos da dívida: um enfoque sociopolítico da dívida pública interna durante o governo FHC**. Orientador: Ary César Minella. 2005. 115 fl. Dissertação (Mestrado em Sociologia Política). Centro de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis-SC, 2005.

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

G1. **Fraga, Malan e Bacha enviam carta a Lula com alerta para risco fiscal: 'Não é uma conspiração para desmontar a área social'**. (17/11/2022). Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2022/11/17/fraga-malan-e-bacha-enviam-carta-a-lula-com-alerta-para-risco-fiscal.ghtml>>. Acesso em: 31/01/2023.

GARCIA-PARPET, Marie France. A construção social de um mercado perfeito: o caso de Fontaine-en-Sologne. **Estudos Sociedade e Agricultura**, Rio de Janeiro-RJ, vol. 11, n. 1, pp. 5-44, 2003 [1986].

GEDDES, B. **Politicians Dilemma**. Building state capacity in Latin America. Berkeley, Los Angeles, London: University Press of California, 1994.

GRÜN, Roberto. Modelos de empresa, modelos de mundo: sobre algumas características culturais da nova ordem econômica e da resistência à ela. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, São Paulo-SP, vol. 14, n. 41, pp. 121-140, 1999.

GRÜN, Roberto. A crise financeira, a guerra cultural e as transformações do espaço econômico brasileiro em 2009. **Dados – Revista de Ciências Sociais**, Rio de Janeiro-RJ, vol. 53, n. 2, pp. 255-297, 2010.

GRÜN, Roberto. A dominação financeira no Brasil contemporâneo. **Tempo Social - Revista de Sociologia da USP**, São Paulo-SP, vol.25, n.1, pp. 179-213, 2013.

LEMOS, André. **A comunicação das coisas: teoria ator-rede e cibercultura**. São Paulo: Anablume, 2013.

LOUREIRO, Maria Rita; ABRUCIO, Fernando Luiz. Políticas e Reformas no Brasil Recente. **Revista de Economia Política**, São Paulo-SP, vol. 24, n. 1, pp. 53-76, 2004.

LOUREIRO, Maria Rita; CALABREZ, Felipe. Capacidade estatal e dívida pública no Brasil: o caso da Secretaria do Tesouro Nacional. **Revista de Sociologia e Política**, Curitiba-PR, vol. 28, n. 75, pp. 1-18, 2020.

MELO, Marcus André; COSTA, Nilson do Rosário. A difusão das reformas neoliberais: análise estratégica, atores e agendas internacionais. *In*: REIS, Elisa P.; ALMEIDA, Maria Hermínia T. de, FRY, Peter (Org). **Pluralismo, Espaço Social e Pesquisa**. São Paulo, Hucitec, 1996, p. 153-176.

OSBORNE, David; GAEBLER, Ted. **Reinventando o Governo**. Brasília: MH Comunicações, 1994.

RAIMUNDO, Luciana. **Bancos e o Estado no Brasil**: estudo sobre a atuação dos dealers no mercado de títulos públicos, na rede de financiamentos do BNDES e no financiamento eleitoral (2003-2018). Orientador: Ary César Minella. 2021. 385 fl. Tese (Doutorado em

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

Sociologia e Ciência Política) - Centro de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis-SC, 2021.

SCHWAN, Michael Schwan; TRAMPUSCH, Christine; FASTENRATH, Florian. Financialization of, not by the State. Exploring Changes in the Management of Public Debt and Assets across Europe. **Review of International Political Economy**, vol. 28, n. 4, 2020.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. Ministério da Fazenda. **Relatório Mensal da Dívida Pública Federal**. Brasília, dez. 2022. Disponível em: <https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::::9:P9_ID_PUBLICACAO:46033>. Acesso em: 31/01/2023.

SILVA, Anderson Caputo; CABRAL, Rodrigo; BAGHDASSARIAN, William. Gerenciamento de Riscos da Dívida Pública Federal. *In*: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira (Org). **Dívida Pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009.

SILVA, Márcio Rogério; GRÜN, Roberto. O sentido social da ação em política monetária no Banco Central do Brasil (BCB) entre 1995 e 2017. **Estudos sociológicos**, Araraquara-SP, v.24, n.47, pp. 173-205, 2019.

SIKKINK, K. **Ideas and institutions: developmentalism in Brazil and Argentina**. Ithaca, New York: Cornell University Press, 1991.

SKOCPOL, T. **States and social revolutions: a comparative analysis of France, Russia and China**. New York and Cambridge: Cambridge University Press, 1979.

SKOCPOL, T. Bringing the State Back: strategies of analysis in current research *In*: EVANS, P.; D. RUESCHEMEYER, D.; SKOCPOL, T (Org). **Bringing the State Back In**. Cambridge University Press, 1985.

SOUZA, Rodrigo Cantu de. **Ensaio sobre as transformações das finanças públicas brasileiras**. Orientador: Adalberto Moreira Cardoso. 2016. 168 fl. Tese (Doutorado em Sociologia). Instituto de Estudos Sociais e Políticos, Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro-RJ, 2016.

STREECK, Wolfgang; MERTENS, Daniel. Public Finance and the Decline of State Capacity in Democratic Capitalism. *In*: SCHÄFER, Armin; STREECK, Wolfgang (Org) **Politics in the Age of Austerity**. Cambridge: Polity Press, 2013.

TAVARES, Lara Francielly Santos; NETO, Antônio José Pedroso. Gêneros e vozes nas matérias jornalísticas sobre a Selic: informação e opinião nos grandes jornais brasileiros. **Conhecimento Interativo**, São José dos Pinhais, v. 12, n. 2, pp. 234-256, 2018.

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88

VENCESLAU, Helena Mulim; PEDRAS, Guilherme Binato Villela. Organização do mercado financeiro no Brasil. *In*: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira (Org). **Dívida Pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009.

Recebido em: 10/01/2023

Aprovado em: 08/03/2023

Estado e mercado na financeirização da dívida pública brasileira: uma articulação estrutural – Maria Teresa Ruas Coelho; Marina de Souza Sartore – p. 58-88