



# Cadernos do *Sociofilo*

*Segundo caderno (XX/2012)*

## **“Coloque no contexto humano”** Sociologia da crítica às finanças em tempos de crise\*

Rodrigo Cantu\*\*

---

\* Gostaria de agradecer aos membros do laboratório Sociofilo do IESP-UERJ pela frutífera discussão em torno do presente texto em agosto de 2011. Mesmo que o texto ainda não faça justiça à pertinência de todos os comentários, é preciso registrar meu agradecimento pelas diversas questões fomentadas.

\*\* Doutorando em Sociologia no Instituto de Estudos Sociais e Políticos da Universidade Estadual do Rio de Janeiro (IESP-UERJ). Contato: rcantu@iesp.uerj.br

## INTRODUÇÃO

Talvez o maior best-seller sobre a crise de 1929 seja o livro *The Great Crash, 1929* de John Kenneth Galbraith (1995 [1954]). Nesse livro, Galbraith fala sobre o papel de instituições, os *investment trusts*, que, sob pouca ou nenhuma regulação, conseguiram fundos para suas aplicações junto a investidores e possuíam muito pouco capital próprio. Os investidores confiavam quantidades enormes de recursos a tais instituições. O segredo do sucesso era a reputação de seus gerentes. Eles conheciam os meandros dos mercados. Conheciam as tendências, sabiam o que significava certo comportamento dos preços. O gênio financeiro não precisava divulgar suas operações às autoridades; tais informações eram a alma do negócio, saber de oportunidades de investimento antes dos outros. Assim, uma série de operações altamente especulativas, sem qualquer exposição à publicidade ou à regulação, explodiu em 1929. E o gênio financeiro explodiu junto. O gênio financeiro parece ter reaparecido muitas décadas depois. Desde os anos 70, o setor financeiro voltou a ter um peso considerável na economia dos EUA. Se a crise de 2008 foi a mais grave desde 1929, como era o mundo do gênio financeiro desta vez? O presente artigo pretende explorar essa questão, realizando uma sociologia econômica dos instrumentos que constituem o setor dos especialistas financeiros. Um segundo objetivo é mostrar o que acontece quando a crise de 2008 destrói a intimidade e a autonomia do setor financeiro: em outras palavras, discutimos a publicização dos instrumentos do gênio financeiro.

A sociologia econômica, assim como outras abordagens não economicistas, mergulhou rapidamente na crise financeira. Nos EUA, a abordagem da sociologia econômica produziu um importante volume, contando com a contribuição de vários autores, sob o sugestivo título de *markets on trial* (Lounsbury e Hirsch, 2010). Na França, já existem análises produzidas no

## Cadernos do Sociofilo

campo da teoria da regulação (Orléan, 2009; Lordon, 2009) e da tradição bourdieusiana (Lebaron, 2010); no Reino Unido, MacKenzie (2010a, 2010b) examina a crise sob uma perspectiva performativista; na Alemanha, pode-se mencionar as contribuições de Beckert (2009) e Mayntz (2010).

A tarefa da sociologia econômica, enquanto disciplina empírico-conceitual, é entender a crise nos termos de suas principais referências teóricas. O presente artigo busca contribuir nessa direção, na medida em que aborda os instrumentos que constituem a competência financeira em um ambiente relativamente autônomo. Um segundo movimento se concentrará no debate mais amplo provocado pela crise, um debate que abriu as finanças e seu funcionamento para o público. Essa divisão entre o fechado/autônomo e o aberto/heterônomo se reflete nas fontes utilizadas. Para o primeiro caso, usamos a literatura da sociologia e da antropologia econômica que precisa entrar em ambientes de acesso restrito. São pesquisadores que adentram bancos, fundos de investimento, bolsas, etc., para revelar o que existe em seu interior. Além disso, utilizamos biografias e relatos de atores do mundo financeiro. Para o segundo caso, nos servimos de jornais e publicações de comissões de investigações. Examinamos essas fontes com base em uma integração entre duas correntes teóricas influentes para o pensamento econômico sociológico: a antropologia da ciência e da tecnologia e a teoria das convenções.

Quando falamos de antropologia da ciência e da tecnologia, nos referimos à aplicação das formulações conhecidas como *actor-network theory* de Bruno Latour e Michel Callon. Essa corrente tem se aproximado cada vez mais da sociologia econômica como atestam publicações como Callon e Millo (2007) e Pinch e Swedberg (2008) que apresentam uma série de trabalhos que enfatizam os aspectos tecnológicos (e não humanos) da construção de mercados. O diálogo entre estudos sociais das ciências e a sociologia econômica parece bastante consolidado. Se

tomarmos em conta avaliações recentes da sub-disciplina, Fligstein e Dauter (2007) e Fourcade (2007) apontam a aplicação da *actor-network theory* às questões econômicas – sobretudo na ênfase da performatividade da ciência econômica (Callon, 1998, 2007a) – como uma das principais linhas de pesquisa.

Embora com uma relação ainda não tão intensa, a teoria das convenções e a literatura da sociologia econômica já contam com tentativas de aproximação (Wilkinson 1997; Biggart e Beamish, 2003; Jagd, 2007). Dentre o repertório da teoria das convenções, nos concentraremos na contribuição de Boltanski e Thévenot (1991)<sup>1</sup>. A sociologia da crítica e da justificação elaborada por esses dois autores também já ressoa para fora do mundo francófono em estudos sobre a economia (Stark, 1996, 2009). O interesse nesses autores está em considerar os arranjos sócio-técnicos da *actor-network theory* dentro de uma formulação de ordens normativas de grande generalidade. Boltanski e Thévenot mostram como a construção de dispositivos – para utilizar um dos termos favoritos dessa tradição sociológica – não se dá apenas pelo alistamento de aliados a revelia: os dispositivos assumem formas morais que ajustam pragmaticamente a ação coletiva. Essa corrente enfatiza ainda o papel da crítica no interior de controvérsias, escândalos, disputas coletivas e a capacidade que tais processos públicos têm de introduzir mudanças (Boltanski *et al.*, 2007; Lemieux, 2007).

Desse modo, o objetivo é, primeiro, discutir os dispositivos que enquadram as interações financeiras em um mundo autônomo. Segundo, buscamos observar como a crise – enquanto promotora de uma controvérsia pública sobre o mercado financeiro – deu lugar a um cenário de disputa, de argumentações e motor de mudanças no quadro regulatório. Sugerimos que o setor financeiro tem criado dispositivos que vão

---

<sup>1</sup> Para um panorama mais geral da teoria das convenções, ver o volume especial sobre as convenções da *Revue économique* (volume 40, número 20, 1989) e Orléan (1994).

## Cadernos do Sociofilo

além da criação de um mercado perfeito e que inauguram uma economia do risco, isto é, instrumentos que produzem ganho com base no risco e que se justificam funcionalmente com relação ao risco. O debate público sobre os elementos do mundo financeiro que levaram à crise tem provocado deslocamentos da gestão do risco. Finalmente, concluímos com considerações sobre como a crise não produziu publicamente questionamentos mais profundos sobre a organização de mercado.

A primeira seção aborda as ações no mundo financeiro e os dispositivos que enquadram as interações entre os atores. Na segunda seção, examinamos a crise enquanto controvérsia pública. Uma terceira seção traz as considerações finais.

### 1 AS FINANÇAS CONFINADAS

#### I

O mundo financeiro é povoado por investidores e por instituições que oferecem serviços financeiros a esses investidores. Embora as minhas e as suas economias possam nos colocar na primeira categoria, é com indivíduos muito ricos e investidores institucionais que a definição de investidor fica séria. Quanto a segunda categoria, ela se refere sobretudo a bancos e a corretoras. Empresas que oferecem serviços financeiros classicamente intermediam a relação entre investidores e uma contraparte procurando capital. Para impedir fraudes, elas precisam ser registradas junto à órgãos de regulação (a *Securities and Exchange Commission*, SEC, nos Estados Unidos). Bancos, em teoria, realizam intermediações mais complexas, na medida em que administram o recolhimento de depósitos e os subsequentes empréstimos. Corretores agem geralmente na bolsa como agentes autorizados a comprar e a vender títulos e ações conforme desejam seus clientes. Essas descrições são acompanhadas de “em teoria” e “geralmente”, pois muito da desregulamentação financeira das últimas décadas consistiu justamente em borrar a

fronteira entre corretores e bancos. Além disso, a sobreposição entre as figuras que executam serviços financeiros e que são investidores também é generalizada.

Outra divisão é ainda necessária para o entendimento dos atores elencados acima, assim como para o entendimento de sua atual indistinção. O que investidores e agentes financeiros fazem? Suas atividades podem ser, mesmo que grosseiramente, classificadas como investimento, arbitragem ou especulação. A diferença entre essas três atividades pode ser entendida com base em sua atitude perante o risco. Imaginando-se uma dimensão definida por tal atitude, é possível colocar, em um extremo, o investimento – definido pela aversão ao risco – e, em outro, a especulação – marcada pela propensão ao risco. A arbitragem se localiza entre eles. Investir está associado, portanto, a análises cuidadosas dos retornos esperados, à construção de conhecimento prospectivo voltado para decisões que comprometem os recursos no longo prazo. A previsibilidade e a busca de anulação do risco são vitais para investir. A especulação consiste, utilizando a definição sucinta de um manual de finanças, na “assunção deliberada de risco para obter lucro” (Moosa, 2003, p.184).

A arbitragem é caracterizada por certa neutralidade com relação ao risco<sup>2</sup>, pois se foca em inconsistências geográficas de preço ou por inconsistências de preço entre ativos semelhantes. No primeiro caso, procurando por diferenças de preços de um mesmo ativo em mercados diferentes, o arbitrador compra onde seu preço é mais baixo e vende no outro mercado onde o preço é mais alto. Seu ganho é justamente a diferença entre os

---

<sup>2</sup> MacKenzie (2003) e Beunza, Hardie e MacKenzie (2006) discutem brevemente a relação da arbitragem com o risco. Segundo esses estudos, puristas do mundo financeiros defenderiam que uma verdadeira arbitragem não envolveria risco (nem capital próprio). Os estudos apontam, no entanto, que na prática toda operação de arbitragem está envolta, mesmo que minimamente, em algum tipo de incerteza. Desse modo, é possível caracterizar a arbitragem entre investimento e especulação enquanto uma atitude que, não sendo tendo aversão ao risco, tampouco o procura deliberadamente.

## Cadernos do Sociofilo

valores. No segundo caso, o arbitrador identifica discrepâncias de preços entre ativos muito semelhantes. Esse tipo de arbitragem é mais complexo, pois envolve um profundo conhecimento da natureza dos títulos financeiros. Comprando o ativo temporariamente mais barato e vendendo o ativo mais caro, é possível obter ganhos quando os preços voltam a convergir. O principal efeito da arbitragem é a unificação do preço. O ganho de arbitragem é o ganho típico do mundo financeiro. Além disso, trata-se também da operação que garante a “eficiência dos mercados financeiros”. Essa eficiência significa que os preços, a um dado momento, refletem toda a informação relevante para a formação do valor dos ativos<sup>3</sup>.

Na prática, essas atividades são realizadas por uma mesma pessoa ou por uma mesma instituição financeira. Elas às vezes se confundem e podem se transformar uma na outra. Como nota o negociante de Wall Street e filósofo Nassim Taleb (2001, p.79), um negociante – agindo como arbitrador ou especulador – facilmente se torna um investidor quando suas operações começam a gerar perdas. A queda nos preços pode fazer, por vezes, com que o negociante acabe segurando os ativos por mais tempo que seria esperado em uma operação de arbitragem, por exemplo. Entrando inesperadamente no longo prazo, o arbitrador e o especulador se tornam um pouco investidores. A indiferença entre essas atividades é bem ilustrada pela definição cínica mencionada em um clássico manual de finanças: “um investimento é uma especulação bem sucedida e uma especulação é um investimento mal sucedido” (Graham e Dodd, 2009 [1934], p.101). A divisão entre arbitragem e especulação também é bastante tênue. Um especulador pode realizar, por exemplo, a arbitragem entre preços presentes e futuros. Ao comprar e vender derivativos, um especulador faz convergir o preço à vista e futuro do ativo subjacente.

---

<sup>3</sup> Para uma formulação clássica dessa ideia, ver Fama (1970).

A realidade quase hagiográfica de figuras como George Soros ou Warren Buffett é talvez uma boa entrada para um maior realismo dos esclarecimentos esboçados até aqui. Mas o abandono gradual das abstrações não pode ignorar que, apesar da visibilidade desses ícones individuais, o mundo financeiro é povoado principalmente por investidores institucionais. Aproximando os atores abstratos descritos acima de atores reais, os investidores institucionais mais importantes são seguradoras, fundos mútuos, fundos de pensão e fundos de hedge. As seguradoras (como AIG ou Allianz) não vivem apenas da diferença fortuita entre o pagamento de seus clientes por seguros e as despesas com sinistros. Os recursos obtidos com a venda de apólices produzem rendas substanciais, pois são investidos em diversos tipos de ativos. Os fundos mútuos são investimentos coletivos comandados por um gerente. Geralmente voltados para o grande público, eles captam recursos através da emissão de ações ou quotas do fundo. Dessa maneira, grandes somas são levantadas para a aplicação no mercado de capitais.

Os fundos de pensão, embora já existindo anteriormente, se disseminaram apenas depois da década de 1970. Rapidamente se tornando um dos principais atores financeiros mundiais, esses fundos merecem um pouco mais de atenção. Fundos de pensão são organizações que administram recolhimentos e provisões previdenciárias, além de comandar o investimento desses recursos. Já há algumas décadas (e sobretudo nos países de capitalismo avançado) a elevação da expectativa de vida e a queda da taxa de fecundidade estariam levando sistemas previdenciários baseados em solidariedade intergeracional ao colapso. Frente a esse cenário, foram propostas diversas soluções com base em esquemas não estatais. Um exemplo importante dessas propostas pode ser encontrado em uma publicação do Banco Mundial (1994), no qual sistemas asentados em fundos de pensão desonerariam o Estado, resolveriam o problema da falta de recursos e, ao mesmo tempo, pro-



## Cadernos do Sociofilo

moveriam o desenvolvimento econômico ao fornecer recursos para investimento. Tal tipo esquema previdenciário já era adotado há algum tempo nos EUA. Devido à provisão previdenciária minimalista da seguridade social estadunidense, esses fundos são importantes, pois fornecem os meios de complementação da aposentadoria. Os fundos são criados pelos empregadores, seja uma empresa individual, uma associação setorial de empregadores ou o governo e sua administração é partilhada com representantes dos trabalhadores. Sua atuação foi regulamentada nos EUA em 1974 pelo *Employee Retirement Income Security Act* e, desde então, seu volume se tornou sensivelmente maior<sup>4</sup>. Nesse país, a média dos recursos comandados pelos fundos na década de 1980 foi de 38,9% do PIB. A média nas décadas de 1990 e 2000 foram, respectivamente, 64,9% e 71,8% do PIB<sup>5</sup>. A maior parte desses recursos é aplicada em títulos financeiros privados ou governamentais.

Outro investidor institucional que se disseminou mais recentemente e que também digno de maior atenção são os fundos de hedge. Diferentemente dos fundos mútuos, os fundos de hedge são direcionados a um público mais restrito. Ao invés de emitir ações ao grande público para captar recursos, seus recursos provem de grandes investidores individuais ou institucionais. Ao não oferecer publicamente ação, os fundos de hed-

---

<sup>4</sup> É interessante mencionar expectativas que existiram quanto aos fundos de pensão há algumas décadas. O livro *The Unseen Revolution* (1976) do guru do mundo gerencial, Peter Drucker, iniciou a discussão sobre a emergência de um socialismo de pensão (Blackburn, 2002). A ascensão dos fundos de pensão marcaria, segundo Drucker, uma possibilidade de condução da economia pelos trabalhadores, donos dos recursos depositados nos fundos. Tratar-se-ia de uma forma coletiva de ação dos grupos subordinados dirigida a seus objetivos de longo prazo, como emprego, proteção social e bem estar. Até a última década, no entanto, tais iniciativas se reduziram a um mero “ativismo de acionista” em questões pontuais como oposição a aquisições ambiciosas de outras empresas (takeovers) e à independência excessiva dos conselhos executivos (Langley, 2008). Esse desfecho possui antes feições de um capitalismo de pensão (Toporowski, 2000).

<sup>5</sup> Dados da OCDE: [stats.oecd.org](http://stats.oecd.org)

ge se eximem de uma série de registros nos órgãos regulatórios e, assim, adquirem mais margem de manobra para suas operações. Os fundos seguem a *Regulation D*, norma que dispensa os registros desde que os clientes sejam investidores qualificados (*accredited investor*), ou seja, pessoas ou instituições com patrimônio líquido de US\$1000000. O que chama atenção nesses fundos é como, mesmo movimentando quantidades astronômicas de ativos, eles operam com uma estrutura simples e reduzida. Hardie e Mackenzie (2007) narram certos aspectos do interior dessas instituições tão seletas. O fundo por eles estudado possuía nada mais que cinco funcionários. Dois sócios principais, que executavam os negócios; um economista, que traçava estratégias menos imediatas; um assistente de informática; e um assistente geral. Funcionando em um espaço alugado de duas salas em um bairro central de Londres, Mayfair, essa estrutura material aparentemente simples é típica de outros fundos do gênero, afirmam os dois autores. Essa simplicidade contrasta profundamente com a sofisticação dos computadores utilizados. O negociante principal, por exemplo, trabalhava dividido entre quatro telas de computador. As tecnologias computacionais encontradas por Hardie e MacKenzie nos levam a outro ponto fundamental: aos instrumentos que enquadram a ação dos atores financeiros.

## II

A interação entre os atores financeiros se dá em enquadramentos nada triviais. A famosa formulação goffmaniana de enquadramento enfatiza aspectos cognitivos da seleção dos traços relevantes para se responder a acontecimentos. Seguimos, entretanto, a definição proposta por Callon (1998) que procura estender a noção de enquadramento para os elementos materiais que recortam seletivamente a realidade e dão apoio ao fluxo da ação. Para o professor da École de Mines, problemas são resolvidos e condutas são regularizadas por meio de abridores de

## Cadernos do Sociofilo

lata, paredes, portas, máquinas, vacinas, computadores, etc. São esses os apoios duráveis dos momentos não problematizados da ação<sup>6</sup>. O enquadramento das ações financeiras também pode ser observado como uma combinação de instrumentos. É necessário um cuidado especial com a descrição desses instrumentos ou, para falar como Latour (1987), dessas caixas pretas – entendidas como um conjunto de associações momentaneamente estabilizadas de elementos heterogêneos. Argumentamos que a história do mundo financeiro pode ser compreendida como um percurso marcado pela crescente racionalização e pelo distanciamento gradual das práticas financeiras de relações personalizadas ou politizadas. Essa autonomização das finanças é narrada aqui com base nos arranjos sócio-técnicos desenvolvidos para esses fins.

Até a metade do século XIX, aplicar dinheiro em algum projeto não tinha a reputação de atividade econômica, tampouco era considerado benefício à riqueza da nação: os investidores, antes de serem considerados dessa maneira, eram simplesmente tidos como apostadores, como jogadores. Preda (2005) argumenta que essa visão se alterou na medida em que a figura do investidos começou a ser associada com certos dispositivos que neutralizavam seu caráter emocional e impulsivo. O primeiro desses dispositivos é algo que podemos chamar de ciência da avaliação de investimento – ou a crescente racionalização de tais decisões. Preda menciona como engenheiros de ferrovias, a partir da segunda metade do século XIX, passaram a voltar sua atenção não só para o projeto estrutural da ferrovia, mas também para as questões financeiras envolvidas em seu financiamento. Desse modo, foram introduzidas estimativas de demanda e projeções de lucro para facilitar a comercialização de ações de companhias ferroviárias. Assim, de alguém submetido ao destino caprichoso, o investidor emergia como uma figura legítima da configuração econômica.

---

<sup>6</sup> Para uma formulação exemplar desse argumento, ver Latour (1996).

Da racionalização avaliativa de empreendimentos, passamos para um segundo dispositivo, o qual aperfeiçoou a visibilidade do produto destilado da interação mercantil: do preço. A máquina de cotação de preços foi inventada em 1867 nos Estados Unidos, baseada na tecnologia de telégrafos. Os preços eram telegrafados a partir das bolsas e a máquina – normalmente localizada em salas especiais de corretoras – imprimia em uma fita a sigla da companhia e o preço de sua ação. Preda (2008) discute as primeiras décadas dessa invenção e aponta um de seus principais efeitos. As máquinas possibilitaram uma visualização inédita da totalidade do mercado. Elas tornaram cada vez mais tangível a ideia abstrata de um mercado composto por atores anônimos cujas negociações produzem a ordem via preços. Todas as ações e todos os preços podiam ser expostos em um só ponto, continuamente, imediatamente e, ainda mais, tais inscrições eram móveis para além do pregão da bolsa<sup>7</sup>. Se antes as informações sobre a empresa que emitia a ação (como lucros, projetos de expansão, etc.) era a única coisa na qual o comprador podia basear sua decisão, as cotações – principalmente quando colocadas em um gráfico (chart) – pareciam mostrar uma lógica própria. O chartismo não precisa mais de referências a construções, a estradas de ferro, a maquinário. A flutuação do preço basta.

Outra mudança considerável aconteceu posteriormente com a introdução de computadores na vida de investidores, bancos, corretores, etc. Eles tornaram as relações mais impessoalizadas e permitiram a expansão global de mercados financeiros.

A imagem da bolsa como uma encarnação do modelo da Ciência Econômica neoclássica – povoada por agentes cujas

---

<sup>7</sup> Latour (1990) fala de inscrições duráveis, combináveis e móveis – imutáveis móveis. Sob a luz desse conceito, ele comenta brevemente alguns aspectos do dinheiro no fim desse artigo e enfatiza o controle à distância por meio de dispositivos materiais: no caso, pedaços de papel com uma inscrição em cima correspondendo a seu valor.

## Cadernos do Sociofilo

considerações se baseiam apenas em sua hierarquia de preferências, no limite de seu orçamento e nos preços – é criticada por praticamente todas as etnografias do mercado financeiro (ver, por exemplo, Baker, 1984; Abolafia, 1998; Zaloom, 2006). Apesar da inegável relevância das “estruturas sociais” das finanças, a cotação eletrônica e as plataformas de negociação online minaram decisivamente a pessoalidade dos pregões. Munniesa (2000) conta como a bolsa de Paris foi uma das primeiras a romper com o funcionamento tradicional, iniciando, em 1986, o uso do sistema de cotação e de negociação eletrônicos. Em 1989 todos os títulos já eram negociados por meio de computadores. Tal transformação também assombrava os negociadores da Chicago Board of Trade (CBOT) estudados por Zaloom (2006). De fato, ao longo da década de 2000, as práticas do grito foram substituídas por computadores em Chicago. Sob essas condições, a sociabilidade dos atores financeiros caminhou cada vez mais na direção da abstração, desarticulando, principalmente no ambiente bursátil, a influência de fatores como a reciprocidade, a amizade ou a hierarquia. Na descrição de John Sussex (2009), dono de corretora e membro do conselho da bolsa de contratos futuros de Londres (London international financial futures and options exchange, Liffe) durante a transição para o sistema eletrônico:

Os gritos e os movimentos das mãos de outros negociantes (traders) revelavam as posições, os estilos de negociação e as emoções dominando no mercado. Esses sinais de atividade foram obscurecidos nas telas, tornando a interpretação das estratégias dos outros muito mais difíceis para os negociantes. A camaradagem do pregão (floor) foi perdida. Ao invés disso, negociantes entravam nos escritórios das empresas de corretagem, as quais às vezes eram habitadas por apenas um punhado de negociantes. Sozinhos em suas mesas, muitos se tornaram muito solitários e introspectivos. [...] As conversas foram limitadas às pessoas sentadas nas proximidades. Um dia

inteiro poderia passar sem se falar com ninguém (Sussex, 2009, pp.151-152).

A introdução de computadores nos mercados financeiros deslocou toda a ação do pregão para as salas de corretoras e de bancos de investimento. Essa revolução eletrônica permitiu ainda uma unificação de mercados sem precedentes. Já em 2000, as bolsas de Paris, Amsterdam e Bruxelas fundiram suas atividades, formando a bolsa supranacional Euronext. Em 2002, foram incorporadas a bolsa de Lisboa e Porto, além da britânica Liffe. A bolsa de Nova Iorque se juntou a Euronext em 2007. Com as bolsas de Varsóvia e de Helsinki, há acordos de mútuo acesso. Em 2008, houve uma tentativa de fusão da Euronext com a Deutsche Börse da Alemanha<sup>8</sup>.

Dispositivos de cotação se desenvolveram ao longo do século XIX e permitiram a difusão da informação mais relevante em mercados: os preços. Muito tempo depois, os computadores acentuaram essa difusão, unificando mercados e despessoalizando as transações ao abolir os pregões no grito. Para ilustrar os efeitos dessas tecnologias, discutimos brevemente o caso da arbitragem. A crescente unificação dos mercados financeiros fez com que a arbitragem baseada na discrepância entre preços em diferentes mercados perdesse muito de seu sentido. Contudo, em seu lugar, surgiu a arbitragem baseada na semelhança entre ativos. Beunza, Hardie e MacKenzie (2006) relatam um caso exemplar de arbitragem desse gênero envolvendo títulos da dívida pública brasileira. Na época dessa pesquisa, os títulos públicos brasileiros mais negociados internacionalmente eram aqueles com maturação em 2014 e em 2040 (ou simplesmente 14s e 40s, na denominação dos negociantes). Depois do lança-

---

<sup>8</sup> Para outro aspecto da globalização financeira via tecnologia, ver Knorr-Cetina e Bruegger (2002), sobre o caso de redes de operadores de bancos de investimento – que os autores denominam microestruturas globais – operando 24 horas nos mercados cambiais com base em subsidiárias localizadas de modo a cobrir todos os fusos horários do globo.

## Cadernos do Sociofilo

mento de uma minuta do FED (Banco Central dos Estados Unidos) indicando uma subida de juros, os autores – que observam o interior de um fundo de hedge em Londres – descrevem como os negociantes, em meio à queda geral no preço dos títulos públicos de “mercados emergentes”, identificam que o preço dos 14s aumenta. Os negociantes solicitam a um assistente que ele produza um gráfico dos preços dos 14s e dos 40s nos últimos três meses. Embora o preço dos 40s fosse sempre ligeiramente maior, os dois preços seguiam uma trajetória muito próxima. O fundo passou a comprar 40s e a vender 14s – e a enviar e-mails a outras instituições sugerindo fazer o mesmo. No fim daquela semana, os preços haviam convergido novamente e os negociantes lucraram de modo considerável com essa operação. Se a observação da trajetória dos preços forneceu o indício de que uma discrepância estava acontecendo, foi a perspicácia dos negociantes em notar que os 40s, embora com maturidade mais longa, preveem a possibilidade de resgate pelo governo brasileiro em 2014 e, por essa característica, se tornam semelhante ao 14s. Assim, o hiato só podia ser temporário e o fundo de hedge – com base em sua ação e na disseminação da informação – ajudou a convergir os preços. Esse exemplo mostra como a arbitragem se tornou uma atividade associativa (Beunza e Stark, 2004). Ela depende das associações realizadas pelos agentes financeiros entre propriedades particulares de ativos cuja relação não era evidente.

Dos instrumentos de cotação de preço passamos para uma tendência mais recente cujo espírito pode ser resumido nos termos desintermediação e securitização. Mizruchi (2010) fala da passagem de um modelo emitir-e-segurar para um modelo emitir-e-distribuir. No primeiro, um empréstimo é emitido (por exemplo, para uma família desejando comprar uma casa) e esse contrato é mantido pela instituição que o emitiu até sua maturação. No segundo, a instituição emite o empréstimo e, em seguida, passa esse contrato adiante. Essa distribuição é realizada

por meio de um processo chamado securitização: resumidamente, a transformação de um conjunto de contratos de dívida (como hipotecas e cartões de crédito) em um título que pode ser vendido a investidores<sup>9</sup>. Um dos efeitos disso é a desintermediação, ou seja, a perda de importância de instituições – como bancos de poupança e bancos comerciais – que mediam os investimentos, que passam a agir apenas como emissores de empréstimo. São dois os principais argumentos que fundamentam tal prática. Em primeiro lugar, a securitização permite uma maior disponibilidade de recursos ao tornar dívidas individuais (como hipotecas, dívidas de cartão de crédito e de financiamento automotivo) acessíveis a grandes investidores. O dinheiro grande pode, assim, penetrar setores que antes não eram viáveis. Segundo, a securitização promete uma distribuição do risco, ao fazer com que o possível prejuízo dessas dívidas seja pulverizado (pois se trata de um pacote com muitas outras dívidas) e ao dispor tal investimento para outros atores além de bancos. Tanto o lado de quem toma quanto o lado de quem fornece os recursos é bastante fragmentado.

A disseminação da securitização começou na década de 1960 nos EUA. Voltadas para o incentivo ao financiamento imobiliário, agências (tais como a Fannie Mae) foram criadas pelo governo dos EUA e encarregadas de comprar hipotecas de bancos de poupança, securitiza-las e vendê-las a investidores

---

<sup>9</sup> Em uma definição tecnicamente mais completa, securitização se refere “à venda de ativos, que geram fluxos de caixa, da entidade que os possui para outra entidade que tenha sido especificamente estabelecida para o propósito, bem como à emissão de títulos por essa segunda entidade. Esses títulos, lastreados pelos fluxos de caixa dos ativos originais vendidos para a segunda entidade, são denominados *asset backed securities*. [...] A securitização permite que instituições como bancos e outras entidades financeiras – tais como companhias de seguros, instituições financeiras e empresas não financeiras – convertam ativos que não são facilmente comercializáveis, tais como hipotecas residenciais, financiamentos de automóveis ou recebíveis de arrendamento mercantil, em títulos avaliados negociáveis no mercado secundário. Os investidores que adquirem esses títulos obtêm uma exposição aos ativos originais aos quais eles não teriam acesso de outro modo” (Fabozzi *et al.*, 2006, p.65).



## Cadernos do Sociofilo

(Quinn, 2008). Essa medida buscava aumentar os recursos disponíveis para a compra de casa. Um empréstimo imobiliário comum demoraria todo o prazo do contrato (normalmente algo em torno de 30 anos) para retornar ao banco. Se o banco não precisa mais manter suas hipotecas até a maturação e pode as vender, todo o recurso do empréstimo retorna imediatamente. E isso significa mais recursos para novos empréstimos. A expansão da securitização, junto à desregulamentação, fez abundar recursos financeiros em um setor antes marcado pela crescente escassez (Krippner, 2010). De toda maneira, cabe enfatizar que a securitização foi uma técnica que mudou a paisagem financeira ao alterar profundamente a relação entre investidores e oportunidades de investimento.

Os instrumentos securitizados foram decisivos na transformação das relações financeiras. Como muitos desses instrumentos não possuem um mercado secundário, é difícil estabelecer um preço de mercado para eles. Um dispositivo fundamental para a estimação de seu valor foram as agências de classificação de risco. Agências de classificação de risco atuam há muito tempo nos EUA. Desde o século XIX, as publicações de livros ou periódicos das editoras Poor's, Standard e Moody's, trazendo estatísticas financeiras, atraíam a atenção de investidores e serviam como guias de orientação sobre as melhores opções de investimento. A partir da década de 1920, essas mesmas publicações começam a trazer, além das estatísticas financeiras, notas que são atribuídas a oportunidades de investimento em empresas. Essas agências passam a ter maior importância na década de 1970 quando a *Securities and Exchange Commission* (SEC), um órgão de regulação econômica do governo dos EUA, credenciou determinadas agências na chamada *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO) para a classificação de títulos. As classificações dessas agências se tornaram oficiais, na medida em que bancos tinham exigências de reservas bancárias relaxadas, se possuíssem em carteira

títulos seguros, ou seja, títulos que obtivessem boas notas segundo as agências credenciadas. Certos investidores, como fundos de pensão, frequentemente são impedidos estatutariamente de investir em títulos com uma avaliação ruim<sup>10</sup>.

Quanto ao papel dessas agências, cabe ainda mencionar o procedimento de avaliação. Rona-Tas e Hiss (2010) revelam aspectos importantes desse procedimento e sugerem diferenças na avaliação de ações corporativas e de títulos securitizados. No primeiro caso, a avaliação é realizada por uma comissão de especialistas, com base nos dados da empresa, em testes estatísticos referentes à capacidade da empresa para enfrentar oscilações econômicas (*stress test*) e em entrevistas com executivos. A reduzida formalização matemática e estatística do processo coloca uma maior responsabilidade sobre o julgamento de especialistas. Aumentar a precisão da nota é, aqui, aumentar o número de especialistas, de subjetividades estimando o risco da ação empresarial. A avaliação de títulos securitizados, por sua vez, conta com procedimentos mais formalizados estatisticamente. Além disso, a nota final é quase uma co-produção entre agência e seu cliente. A maior formalização se deve à complexidade da securitização. Em um título lastreado, por exemplo, em centenas de hipotecas, é preciso estimar tanto os riscos tanto de contratos individuais quanto riscos derivados das características agregadas do conjunto de contratos. Dada a grande quantidade de hipotecas e a dificuldade de realizar avaliações mais qualitativas, o comitê apela para uma maior formalização matemático-estatística do procedimento. O caráter de co-

---

<sup>10</sup> Há três agências principais em atividade nos EUA: Standard & Poor's, Moody's e Fitch. Há variações nas denominações, mas, em geral, títulos cujo risco é nulo ou muito pequeno recebem a classificação AAA – para exemplificar com o padrão Standard & Poor's. A classificação prossegue, conforme aumenta o risco de crédito, da seguinte maneira: AA+, AA, AA-, A+, ..., BBB+, BBB, BBB-, ..., C, D (Sinclair, 2003). A empresa que quer ter seus títulos de dívida avaliados contrata alguma dessas agências, as quais cobram para emitir seus pareceres. Da mesma maneira, qualquer título de dívida, não só de empresas – como é o caso das MBSs e CDOS –, pode ser avaliado.

## Cadernos do Sociofilo

produção resulta da engenharia envolvida para produzir títulos com boa avaliação de um pool de ativos com pior avaliação<sup>11</sup>. Rona-Tas e Hiss narram que, muitas vezes, as agências de classificação forneciam seus modelos estatísticos a seus clientes para que eles mesmos pudessem testar a melhor forma de agrupar as hipotecas para produzir fatias do título securitizado com a avaliação desejada.

Um último dispositivo que discutiremos deu uma nova dimensão nas últimas décadas, ao mesmo tempo, às atividades especulativas e à gestão de risco. A tomada voluntária de risco voltada para o lucro e a proteção contra flutuações econômicas ganharam uma amplitude diferente com a propagação de instrumentos derivativos. Tão importantes no cenário financeiro atual, os derivativos necessitam de uma atenção mais detalhada. Sucintamente, derivativos são tecnologias de comercialização de riscos<sup>12</sup>. Se em toda atividade econômica, algo sempre

---

<sup>11</sup> Tal engenharia era muito comum nos títulos hipotecários – *residential mortgage backed securities* (RMBS) e *collateralized debt obligations* (CDO) – envolvidos na crise de 2008. Esses títulos não eram comercializados inteiros, mas em faixas de risco. O principal objetivo do processo criação de faixas (*tranches*) é criar pelo menos uma classe cuja avaliação é superior à média do conjunto subjacente de ativos (BIS, 2005). O negócio é então especificado de modo a criar títulos com diferentes perfis de risco-retorno. A parcela usualmente denominada *equity* absorve qualquer perda inicial sofrida no conjunto das hipotecas subjacentes, remunerando melhor, porém, devido a essa exposição. Em seguida vem a parcela *mezzanine*, que possui remuneração intermediária e absorve perdas somente quando as perdas foram tão grandes ao ponto da parcela anterior não ter qualquer remuneração. A lógica é a mesma até se chegar à parcela mais segura, chamada *senior*, com a menor remuneração e o menor risco.

<sup>12</sup> Existem basicamente quatro tipos de instrumentos derivativos. Em primeiro lugar temos os *contratos a termo*, como no exemplo acima, no qual se negocia a entrega de determinado ativo a certo preço no futuro. Semelhante ao contrato a termo é o *contrato futuro*, o qual possui as mesmas características daquele, sendo, entretanto, padronizado e negociável em mercados secundários. Em segundo lugar, existe uma forma de derivativo que opera como uma série de contratos futuros, o *swap*, o qual estabelece a troca de fluxo de caixa entre duas partes durante a vigência do contrato. Em terceiro lugar, há um tipo de derivativo semelhante ao contrato futuro, chamado *opção*. Como sugere o nome, esse derivativo dá ao comprador o direito de comprar (*opção call*) ou vender (*opção*

pode dar errado, as instituições financeiras encontraram uma fonte de lucro na oferta de algo como um seguro contra essa exposição ao acaso.

Se voltarmos à fábrica de alfinetes de Adam Smith, é fácil perceber como mesmo esse prosaico local de produção capitalista está submetido aos mais diversos riscos. Nosso fabricante está exposto às variações do preço de seus alfinetes no mercado, os quais podem cair ao ponto de seus lucros se tornarem negativos. Seus clientes podem comprar os alfinetes, pagando a prazo e, em um determinado momento, eles podem simplesmente deixar de pagar o que devem. Caso nosso fabricante tenha adquirido um empréstimo cujas prestações variam segundo uma determinada taxa (como a de remuneração dos títulos do governo) para expandir sua produção e essas taxas repentinamente aumentarem, seu negócio sofrerá. Suponhamos ainda que esse fabricante de alfinetes importa sua matéria prima de outro país; se a taxa de câmbio aumenta, seus custos passam a ser maiores e seus lucros menores. Além disso, o fabricante de alfinetes está sempre exposto a algum tipo de revés na própria produção de alfinetes dentro de sua fábrica (pane em uma máquina por erro em sua operação, por exemplo).

A gestão do risco parece hoje imprescindível para a administração dos negócios – seja em empresas não financeiras (Power, 2005) como nas financeiras (Millo e MacKenzie, 2009). É por isso que todos os riscos elencados no parágrafo anterior (respectivamente, de risco de mercado, de crédito, de juros, cambial e operacional) podem utilizar instrumentos derivativos para serem financeiramente domados. Desvencilhamento entre risco e empresa acontece por meio de uma negociação entre a empresa que quer se livrar do risco (vendê-lo) e um banco ou outra instituição financeira que quer assumi-lo (comprá-lo). Um exemplo disso pode ser encontrado no mais simples dos

---

*put*) o ativo-objeto numa data futura estabelecida no contrato (ou durante o período de vigência do contrato, como na opção do tipo americana).

## Cadernos do Sociofilo

derivativos, o contrato a termo. O fabricante de alfinetes compra sua matéria prima de outro país e, por isso, não quer ficar exposto às variações cambiais do mundo pós-Bretton Woods; assim, ele vai a um banco e negocia a entrega de certa quantidade de moeda estrangeira em uma determinada data futura a um preço definido no presente. Desse modo, se o preço da moeda estrangeira aumentar, ele estará protegido contra perdas por conta dessa variação. Ele terá moeda estrangeira ao preço previamente determinado para comprar sua matéria prima e não terá perdas. O fabricante de alfinetes pode ter prejuízo nessa operação, caso a moeda estrangeira fique mais barata no futuro; entretanto, ele poderá planejar suas operações a longo prazo pelo fato de estar protegido contra variações adversas. De todo modo, o risco, além de visível e desemaranhado da atividade econômica específica de uma empresa, torna-se móvel. Ele pode ser dissociado do lugar onde é criado e pode ser transferido e circular por diferentes mãos.

Há ainda uma propriedade fundamental da qual depende a criação do risco como ator independente dentro da economia e das finanças. Ele precisa ser padronizado e combinável para se tornar cada vez mais móvel. Uma primeira padronização acontece pelo simples fato de que o valor desse contrato que transfere o risco possui um preço. Esse preço é um valor numérico que pode aparecer como uma inscrição no balanço patrimonial do banco que assumiu os riscos e como uma inscrição de mesma magnitude no balanço do fabricante de alfinetes que transferiu os riscos. Esse preço é um elemento combinável e é somado, sem muito rebuliço, às contas do ativo do banco e do passivo do fabricante. Embora o risco negociado no contrato a termo, o qual nosso fabricante de alfinetes assinou no parágrafo acima, se torne móvel e seja padronizado contabilmente por meio de seu preço, o contrato em si não é padronizado. Isso significa que ele é produzido para atender a necessidade específica do contratante e, não sendo padronizado como um alfine-

te, dificilmente o banco poderá vender esse contrato a outro agente interessado em assumir esse risco. Mas se os contratos são elaborados com prazos e valores iguais, eles passam a ser mais como os alfinetes e podem ser negociados pelo banco em uma bolsa ou mercado secundário<sup>13</sup>. O risco perde, desse modo, o limite de sua circulação e pode mudar de mãos anonimamente sem qualquer limite aparente. Os derivativos são esses artefatos que possibilitam a circulação do risco. Antes imerso e indissociável das operações das empresas, o risco é então desligado de sua origem, é isolado das atividades as quais o produzem e emerge como mais um ator praticamente autônomo.

### III

Discutimos, nessa seção, alguns instrumentos que sustentam as práticas financeiras contemporâneas. Investir, arbitrar ou especular são atividades que se apoiam em cotações, instrumentos securitizados, avaliações de risco, derivativos e todo aparato de informatização das relações financeiras. Os dispositivos de cotação deram um primeiro senso da existência do mercado de capitais, na medida em que uma série de transações dispersas se tornou visível em um só ponto: antes em fitas com nomes de companhias e preços, hoje em telas de computador por meio de uma plataforma Bloomberg. A securitização encurtou a distância entre os detentores de recursos e aqueles desejando aplicá-los em algum empreendimento, unificando mais o mercado de capitais. As avaliações de agências de classificação de risco apareceram como referências para investidores imersos em um mundo povoado por instrumentos financeiros cada vez mais complexos. Os derivativos desvencilharam o risco econômico de sua origem e possibilitaram sua circulação. Essa circulação significa um aumento da intensidade da espe-

---

<sup>13</sup> O primeiro mercado secundário de derivativos surgiu em Chicago na década de 1970. A história de seu surgimento é narrada em MacKenzie e Millo (2003).

## Cadernos do Sociofilo

culação, pois se trata de um instrumento que promove ativamente a tomada voluntária de risco esperando lucro. Os computadores deixaram as relações menos personalizadas e serviram como infraestrutura da unificação de bolsas.

Embora pareça haver uma linha evolutiva marcada pelo gradual surgimento desses diferentes dispositivos, é possível diferenciá-los em dois grupos. Dispositivos tais como a máquina de cotações e computadores serviram para performar a ideia de mercado<sup>14</sup>. Seu advento acentuou a despersonalização das relações no mercado financeiro, reduzindo as interações à barganha e o entendimento mútuo à formação de um preço. Em contraste com essa purificação do mercado, a securitização, as agências de classificação de risco e os derivativos possuem identidades mais nuançadas. De fato, esses dispositivos, talvez principalmente a securitização, expandem ou intensificam a lógica mercantil em terrenos antes sub-explorados (Leyshon e Thrift, 2007). Sua especificidade está, todavia, em outro aspecto: eles fundam novas relações entre mercado e risco.

Cabe aqui uma curta reflexão sobre o significado do risco para o mercado. Voltamo-nos para Boltanski e Thévenot (1991) que incorporam a noção utilizada até aqui de dispositivo em uma ampla noção de mundos ou *cités*, nos quais um princípio normativo divide espaço com objetos, sujeitos, grandezas, provas, relações, etc. Os autores propõem uma concepção bastante original da atividade econômica contemporânea enquanto algo assentado em pelo menos dois mundos: um técnico/industrial e outro mercantil<sup>15</sup>. O primeiro é o mundo da racionalização, no qual o risco deve ser domado com base na análise, na téc-

---

<sup>14</sup> A ideia de performance da noção abstrata de mercado – ligada à teoria econômica neoclássica – é discutida em Garcia (1986) e Callon (1998 e 2007a).

<sup>15</sup> Esse duplo fundamento é responsável por certas modalidades de críticas que irrompem quando o delicado compromisso entre esses dois mundos é abalado. De um lado, há a crítica à rigidez e burocratização do mundo industrial; de outro, há a crítica aos caprichos do mercado, ao consumo ostentatório e a preços injustificados.

nica, no cálculo. O segundo é o mundo do mercado em si, no qual o risco não é necessariamente ameaça, mas pode significar oportunidade. A importância da estabilidade e do compromisso intertemporal no mundo industrial é quase que um fundamento teórico da atitude de investidor que esboçamos anteriormente. O mundo mercantil aparece como pano de fundo das atividades de arbitragem e de especulação. Desse modo, os três dispositivos (a securitização, as agências de classificação de risco e os derivativos) podem ser entendidos como deslocamentos da riqueza por meio do comércio ou da racionalização em direção à riqueza produzida por meio do risco. A justificação dos instrumentos securitizados e derivativos segundo o princípio do mundo industrial segue o argumento da diluição ou transferência do risco como meio para proteger investidores. Sua justificação mercantil vai pelo argumento do risco como fonte de lucro quando manejado por atores especialistas. As avaliações de agências de classificação de risco, por sua vez, são uma referência para investidores (justificativa industrial), pois colocam em um ponto, na nota de risco, as opiniões do mercado (justificativa mercantil).

Cotidianamente, os atores financeiros fazem uso desses dispositivos, mas poucos, exceto aqueles mais diretamente interessados, prestam atenção neles. A imprensa financeira, por exemplo, não deixa de ser uma imprensa especializada. Na próxima seção, discutiremos o caso no qual as atividades financeiras transbordam e levantam o interesse de pessoas que antes não se viam concernidas. Como a operação de usinas atômicas, as quais, em períodos sem incidentes, permanecem tema de polêmica apenas a grupos restritos como autoridades governamentais e grupos militantes, as finanças permanecem enclausuradas quando não há acidentes. Crises são o evento para observar as finanças saindo para o meio silvestre.



### 2 AS FINANÇAS FORA DO CATIVEIRO

#### I

Interações envolvendo atores financeiros são enquadradas, organizadas, coordenadas por dispositivos como os discutidos acima. Os instrumentos do mundo das finanças proporcionaram uma crescente purificação das relações financeiras, excluindo, pouco a pouco, elementos pessoalizados ou políticos. A especificidade, portanto, que essas interações assumem traz à tona a questão inevitável para a teoria social da proliferação de espaços de ação dotados de autonomia relativa – que vai de uma conceptualização tradicional de esferas de ação (Weber) e desemboca em formulações mais recentes como campos (Bourdieu) ou sub-sistemas da sociedade (Luhmann). Se essa autonomia relativa se realiza, em grande parte, pelo escrutínio *inter pares* no interior da esfera particular, há eventos que, repercutindo em um grupo muito maior de atores, deixam de ser problema exclusivo dos especialistas. A crise subprime de 2008 provou ser um de tais eventos para o mundo financeiro. Nessa seção, procuramos examinar o que acontece quando os instrumentos e os atores que apontamos acima saem de seu confinamento.

Antes de tudo, são necessários breves comentários sobre a passagem de uma esfera de interações (financeiras) tecnologicamente mediadas a controvérsias – de amplitude variável – sobre os componentes dessa esfera. Primeiro, é preciso enfatizar que, com Callon (1998, 2007a), tratamos a economia como um arranjo sócio-técnico, ou seja, como uma realidade na qual processos heterogêneos, contingentes e locais se estabilizam – assumindo caráter transsituacional – por meio de instrumentos materiais. Em sua formulação da questão em Callon (1998), o autor passa do exame dos enquadramentos (Goffman) para a

discussão de conflitos suscitados pelo avanço técnico. Como percebem Barry e Slater (2002), trata-se de um argumento semelhante ao desenvolvido por Beck (1986): conforme os benefícios do progresso tecnológico, em sociedades de industrialização avançada, perdem a capacidade de ofuscar os perigos desse progresso, novas questões políticas emergem em torno de riscos sócio-técnicos<sup>16</sup>. Callon (1998, 2007b) chama de transbordamento a eclosão de rupturas sócio-técnicas desse gênero. Para entender isso, é preciso mencionar o que Vandenberghe (2006) identifica como perspectiva vitalista da *actor-network theory*: a ontologia é a diferença, a constante involução, pontuada pela estabilização de certas formas, as quais precisam ser explicadas. Há sempre linhas de fuga ou, em outras palavras, uma riqueza de vida que escapa à tentativa de enquadramento.

Os enquadramentos, portanto, nunca são perfeitos e transbordam<sup>17</sup>. O momento reflexivo produzido pelo transbordamento pode, frequentemente, assumir a forma de um conflito entre diferentes atores afetados. Aqui, cabe introduzir a noção de diferentes manifestações do dissenso ou da disputa como formas políticas. O *affaire* (Boltanski *et al.*, 2007), o escândalo (de Blic e Lemieux, 2005), a controvérsia (Lemieux, 2007) são formas políticas, pois se tratam de mobilizações coletivas voltadas à instituição de uma nova configuração, de novas distri-

---

<sup>16</sup> Enquanto a sociedade do risco de Ulrich Beck ainda conserva uma divisão clara entre o conhecimento do especialista e o conhecimento leigo, Callon, entretanto, procura apagar a linha que os divide (Callon, Lascoumes e Barthe, 2001). Ao confundir conhecimentos eruditos e ordinários, o professor da École des Mines abre caminho para se pensar justamente os casos nos quais problemas ultrapassam a competência do especialista e afeta o cotidiano de um grupo muito mais amplo em contextos de grande incerteza.

<sup>17</sup> O exemplo mais evidente, mencionado casualmente por Callon várias vezes, são as indústrias poluentes. Aí a atividade econômica, enquadrada em dispositivos tais como preços, custos, demanda, etc, produz efeitos que não são considerados nesses termos. Ao produzir desutilidade para terceiros – externalidades negativas, nos termos dos economistas – essas indústrias exercem uma atividade econômica que transborda seu enquadramento inicial, normalmente realizado por economistas, administradores e analistas de projetos.

## Cadernos do Sociofilo

buições de grandeza ou de novos dispositivos voltados a constranger as interações futuras. Esse movimento procura colocar lado a lado a causalidade de instrumentos/tecnologias e a força da esfera pública, de pessoas pensando e agindo de modo político/normativo. O público coloca limites aos recursos válidos na disputa. Constrangimentos de civilidade, no qual a violência e a força cedem lugar à argumentação, definem o modo como o litígio transcorre e se encerra<sup>18</sup>.

Lemieux (2007), por exemplo, sugere uma escala de transformação simples em três etapas. Primeiro, há uma forma de disputa bastante confinada, o diferendo privado. Segundo, a controvérsia, é uma forma na qual a disputa passa a ter uma estrutura triádica, com as duas partes mais um público; porém, se trata ainda de um público especializado em um domínio de ação específico. Terceiro, a crise institucional é a forma que expõe a disputa, ainda mantendo a estrutura triádica, ao público geral; é um estágio no qual a disputa, abandonando seu cativeiro, pode transbordar para vários setores institucionais.

## II

O enquadramento das ações financeiras com base nos dispositivos descritos anteriormente transbordou. Mas isso não é algo novo. Já há algumas décadas, o transbordamento do mundo financeiro – resumido na ideia de financeirização da economia – é objeto de discussão acadêmica (Mintz e Schwartz, 1985; Orléan, 1999; Krippner, 2005). Esse fenômeno foi identificado de diversas formas. Primeiro, ele se reconhece como um deslocamento da importância econômica do setor industrial para o setor financeiro, seja medido em proporção do setor no PIB, se-

---

<sup>18</sup> Disputas não possuem somente uma dimensão normativa e argumentativa. Parte importante delas se resume em relações de poder. Para considerar não só a dimensão argumentativa da disputa, é possível introduzir a dimensão estratégica seguindo a proposta de Lemieux (2007): enquanto disputas levadas ao crivo público estão menos sujeitas aos efeitos de assimetrias de poder, disputas menos publicizadas estão mais expostas ao uso de recursos não argumentativos.

ja na proporção dos lucros produzidos. Uma das principais manifestações do espalhamento das finanças está na transposição da lógica de criação de riqueza financeira – por meio da valorização de ativos financeiros – para o mundo empresarial mais geral. A lógica do valor para o acionista, da gestão voltada para a valorização das ações da companhia, conhecida como nova governança corporativa, introduziu no seio das relações capital-trabalho muitos dos critérios do setor financeiro: flexibilidade, mobilidade, conectividade (Boltanski e Chiapello, 1999). A novidade nesse novo transbordamento foi seu caráter radical. Não se trata somente da transformação lenta do sistema econômico; trata-se de uma ruptura da própria economia. Quase três anos depois de setembro de 2008, a recuperação da economia estadunidense ainda é discutível e os impactos indiretos por todo o mundo (como as crises fiscais nos países mais endividados da união europeia) ainda não se interromperam.

A crise pode ser vista como um terceiro ponto no qual a controvérsia pública sobre questões financeiras foi intensificada nos Estados Unidos. O primeiro ponto foi a Grande Depressão da década de 1930. Em meio a um clima de profunda desconfiança com relação a bancos e a instituições financeiras em geral, o governo Roosevelt iniciou a reconstrução da economia nacional sobre a base normativa consensual na opinião pública, segundo a qual o setor financeiro precisava ser controlado. O setor financeiro que emergiu no início da década de 1940 era um dos mais regulados; dentre essas regulações cabe mencionar a divisão de funções bancárias (em bancos comerciais, de investimento ou de poupança)<sup>19</sup> e o estabelecimento de tetos para as

---

<sup>19</sup> O objetivo dessa medida, estipulada no *Glass-Steagall Act* de 1933, era impedir que problemas em partes mais especulativas do setor financeiro (bancos de investimento) entrassem em colapso e prejudicassem as operações em outras partes, tais como nas operações financeiras no varejo (bancos comerciais) e no financiamento imobiliário (bancos de poupança). Essa divisão, prevista no *Glass-Steagall Act*, foi revogado em 1999.

## Cadernos do Sociofilo

taxas de juros<sup>20</sup>. De uma esfera hipertrofiada na década de 1920, o mundo financeiro passou a coadjuvante na economia até a década de 1960. Essa década marcou o início da queda do crescimento econômico em todos os países capitalistas centrais (Keohane, 1984), condição que, na maioria dos lugares, durou até o fim da década de 1980. Nos Estados Unidos, essa desaceleração se traduziu na emergência de um conflito distributivo em torno de recursos financeiros. Em um primeiro momento, tentou-se achar uma solução ainda no paradigma de forte regulação: várias comissões no congresso foram organizadas para tentar chegar a um consenso sobre o formato regulatório que canalizaria os recursos para os melhores fins. Na década de 1970, essa “via comunicativa”, não conseguindo produzir soluções consistentes, se desgastou e passou a ser suplantada por argumentos mercantis (Krippner, 2010)<sup>21</sup>. A discussão no interior de instâncias republicanas sobre a questão da alocação foi substituída pela franca desregulamentação do setor financeiro estadunidense. Desse modo, a crise subprime pode ser encarada como um rompimento nos dispositivos financeiros que emergiram dessa segunda conjuntura crítica.

Nessa terceira conjuntura crítica, os dispositivos do mundo financeiro foram novamente jogados no mundo silvestre. A publicização das questões financeiras desencadeada pela crise foi ampla e durável. A crise dominou o debate nos meses finais da campanha para a eleição presidencial de novembro de 2008.

---

<sup>20</sup> A intenção dos limites de juros era impedir que bancos passassem a uma competição predatória e especulativa ao oferecer juros maiores por depósitos. Um exemplo de tal controle pode ser encontrado na *Regulation Q*, que estabelecia limites para os juros pagos por bancos de poupança. A *Regulation Q* foi completamente revogada em 1986.

<sup>21</sup> Uma manifestação exemplar da argumentação mercantil pode ser identificada no depoimento do secretário do tesouro do governo Ford, William E. Simon, para o *House of representatives Banking, Currency, and Housing Committee*, no qual ele se coloca contra a ameaça de um “Estado policial do crédito nacional”. Segundo o secretário: “Uma família de seis pessoas que quer uma *van* poderia ser capaz de emprestar o dinheiro, ou seria limitada a um carro menor que os funcionários federais pensam que seria melhor para o país?” (Simon *apud*. Krippner, 2010).

Documentários abordaram a crise de maneira crítica, atingindo um público bastante amplo<sup>22</sup>. Durante meses, vários jornais no mundo todo publicaram intensamente sobre o assunto. Além disso, comissões em âmbito estatal laçaram discussões e investigações sobre a crise e o setor financeiro. Fora do confinamento, instrumentos securitizados, derivativos, agências de avaliação de risco, etc. começaram a passar, em diferentes graus pelo escrutínio público. Males da hipertrofia do mundo financeiro, se antes apontados apenas pela esquerda e por acadêmicos, se tornaram bastante tangíveis para todos.

### III

Após esses comentários, já é possível voltar ao mundo financeiro. Desde 2006, alguns precursores alertavam sobre o estado do mercado imobiliário estadunidense. Mas, a discussão sobre o que se passava nesse mercado e sua relação com o setor financeiro ainda permanecia contida no círculo de especialistas. Um dos principais precursores foi o economista Nouriel Roubini, o qual ficou conhecido em 2008, pouco antes da eclosão da crise com a falência do Lehman Brothers, por um artigo do *New York Times* (Mihm, 2008), como *Dr. Doom*. O artigo começa contando como, em setembro de 2006, os prognósticos de Roubini foram vistos, por uma plateia de economistas do FMI, quase como delírios de um pessimista convicto. Para alguém que não acompanhasse a imprensa especializada em economia, os acontecimentos de setembro de 2008 foram como uma catástrofe natural repentina.

Em setembro de 2008, a situação de várias instituições financeiras se encontrava deteriorada. Soluções como fusões e ajuda do FED foram adotadas até que as autoridades financeiras dos Estados Unidos decidiram que não haveria socorro para

---

<sup>22</sup> Para mencionar dois exemplos que atingiram o grande público: *Wall Street: a love story*, de Michael Moore e *Inside Job*, de Charles Ferguson. O segundo ganhou o prêmio de melhor documentário da Academia de Artes e Ciências Cinematográficas dos Estados Unidos em 2011.

## Cadernos do Sociofilo

o estado do banco de investimento Lehman Brothers. Na segunda-feira, 15 de setembro de 2008, o banco entrou em concordata. A consequência quase imediata foi o colapso da confiança na solvência das instituições financeiras (Swedberg, 2010). O desaparecimento do crédito e a queda no preço de ações dessas instituições mobilizou repentinamente a atenção completa da imprensa e das autoridades estadunidenses. Enquanto a imprensa tentava esclarecer o que havia acontecido, o governo tentava passar pelo congresso uma ajuda emergencial ao setor financeiro.

A eclosão da crise foi um marco fundamental na controvérsia que vinha se desenrolando entre especialistas. A alta alavancagem dos principais bancos e a repentina deterioração do valor de títulos lastreados em hipotecas (sobretudo hipotecas de alto risco) foram os fatores imediatamente identificados como responsáveis pelo estado do setor financeiro no fim de 2008. Para os atores financeiros, ficou evidente que vários dispositivos falharam. Primeiro, a avaliação das agências de rating se provou inadequada. Se alguns meses antes era possível montar CDOs com *tranches* avaliados como AAA, esses mesmos ativos foram drasticamente rebaixados em setembro (Rona-Tas e Hiss, 2010). Segundo, a precificação de mercado dos títulos lastreados em hipotecas se mostrou supervalorizada. Esses títulos ficaram conhecidos como ativos tóxicos, pois seu valor havia desaparecido em questão de dias. No começo de outubro, foi assinada uma lei, conhecida como Programa de socorro a ativos problemáticos (Troubled Asset Relief Program ou TARP), cujo objetivo era oferecer os meios legais para que a Secretaria do Tesouro dos Estados Unidos adquirisse esses ativos tóxicos dos bancos, fornecendo, assim, liquidez ao setor financeiro para atenuar os problemas de crédito na economia.

As discussões em comissões de investigação formam um espaço privilegiado para explorar as justificativas que os atores financeiros davam a suas ações. Nos Estados Unidos, é possível

mencionar duas investigações principais. Primeiro, a realizada pela Comissão de investigação da crise financeira (*Financial Crisis Inquiry Commission* ou FCIC), designada pelo executivo, mas com membros indicados pelo legislativo federal. Suas atividades se estenderam pelo ano de 2010; um relatório final (FCIC, 2011) foi publicado ao fim das investigações. Segundo, a Subcomissão Permanente de Investigações (PSI) do Comitê do Senado sobre Segurança Interna e Assuntos Governamentais (*Permanent Subcommittee on Investigations of the Senate Committee on Homeland Security and Governmental Affairs*) também iniciou uma investigação sobre a crise em abril de 2010, concluindo com um relatório publicado um ano depois (PSI, 2011). Ambas investigações contaram com depoimentos valiosos em uma série de audiências.

O que queremos dizer com “desconfinar” aspectos das finanças nesses contextos? Na audiência do PSI com o diretor executivo do banco Goldman Sachs, Lloyd Blankfein, o senador Carl Levin insistiu sobre a posição contraditória que o banco assumia quando vendia títulos lastreados em hipotecas (CDOs) e, ao mesmo tempo, adquiria derivativos contando com o mau desempenho desses títulos. Em sua explicação, Blankfein tenta, por um momento, particularizar a justificativa, confinando-a na tecnicidade profissional: “Eu sei que nós vivemos em contextos diferentes... e esse é profissional... é um mercado...”, quando o senador o interrompe, “coloque no contexto humano”<sup>23</sup>. Definitivamente, justificativas especializadas tinham que responder a critérios muito mais amplos nesses ambientes.

#### IV

Os dispositivos colocados em questão pela crise foram justamente ligados à economia do risco: a securitização, as agências de classificação de risco e os derivativos. Passamos agora

---

<sup>23</sup> Audiência disponível em: [hsgac.senate.gov](http://hsgac.senate.gov). No original: “I know that we live in different contexts... and this is a professional... this is a market... - Put it the human context”.



## Cadernos do Sociofilo

para um balanço do debate em torno deles em jornais e em comissões de investigação. Além disso, indicamos os elementos do debate incorporados na Lei Dodd-Frank, assinada em julho de 2010, que foi elaborada em resposta à crise<sup>24</sup>.

As agências de classificação de risco tem o papel de produzir avaliações de títulos como guia para investidores. Com a complexificação do mundo financeiro, as notas produzidas pelas agências serviam como indicação de investimentos seguros. A crise suscitou, numa esfera bem mais ampla que o setor financeiro, a seguinte pergunta: “por que as avaliações se mostraram tão erradas?” A maior parte das respostas apontava para o que os atores denominavam “conflito de interesse”. Em outras palavras, o problema apontado vinha da tensão entre um cliente querendo uma boa avaliação e as agências podendo emitir julgamentos diferentes do desejo do cliente em um contexto de competição com outras agências. Para não perder o negócio, as agências eram pressionadas a aceitar as condições dos clientes. Evidentemente isso não acontecia de maneira aberta. Mas, ao longo da década de 2000, os prazos para a finalização de avaliações encurtou de semanas para dias, a documentação necessária era, por vezes, flexibilizada, modelos que apresentavam resultados não desejados eram omitidos. As circunstâncias jogavam a favor dos clientes – normalmente bancos de investimento organizando títulos securitizados com lastro em hipotecas – e o ambiente no interior das agências favorecia a deterioração da qualidade das avaliações. O resultado por volta de 2010, como informa o relatório da subcomissão do senado (PSI, 2011, p.31), foi o rebaixamento ao status de *junk bond* de mais de 90% das classificações AAA emitidas para títulos lastreados em hipotecas originados em 2006 e 2007. Resumin-

---

<sup>24</sup> Alguns críticos apontam a insuficiência da lei e parte importante ainda não foi sido aplicada. Se comparada com a reação legal da década de 1930 na Lei Glass-Steagall, a Lei Dodd-Frank foi, de fato, um tanto tímida. De todo modo, ainda é preciso acompanhar um pouco mais como os instrumentos de diluição e transferência de risco se comportarão nesse novo quadro legal.

do, a competição em um mercado de avaliações colocava as agências em uma posição na qual elas pouco podiam defender suas práticas e seus critérios<sup>25</sup>.

A crítica às agências de classificação de risco se baseou nas pressões de mercado e seu papel na deterioração das avaliações. A defesa das agências passava pelo argumento que ninguém podia prever a magnitude do que aconteceria no mercado imobiliário<sup>26</sup> e o argumento segundo o qual as avaliações são apenas opiniões, embora opiniões especializadas. Essa qua-

---

<sup>25</sup> Uma exposição exemplar disso está no depoimento de Eric Kolchinsky (ex-diretor da equipe de derivativos da Moody's) para a FCIC em 2 de junho de 2010. Contando sobre a avaliação de um título que, poucos meses depois teve os pagamentos interrompidos devido à inadimplência das hipotecas, Kolchinsky fala dos efeitos da pressão competitiva. "What the trouble on this deal was, and this is crucial about the market share, was that the banker gave us hardly any notice and any documents and any time to analyze this deal. That was part of the problem with not being able to say no. If I could say no, and the documents came outside the window, which we would have appreciated, I would have said, 'Look, I'm sorry, I can't give you an opinion. I need at least three or four weeks to analyze this deal more fully'. But because bankers knew that we could not say no to a deal, could not walk away from the deal because of a market share, they took advantage of that. And this deal particularly, the banker sent us various documents, either a few days before closing or sometimes after closing. [...] In the old days, we had about a month-and-a-half, two months to actually rate a deal. It took a lot of time. We got the documents. They were sold back and forth. At this point, the bankers took advantage of the fact that we wouldn't walk away from the deal and started sending us documents whenever they wanted to" (FCIC, *Official transcript of the Hearing on Credibility of Credit Ratings, the Investment Decisions Made Based on Those Ratings, and the Financial Crisis*. 02/06/2010, p.68).

<sup>26</sup> Muito comum nos depoimentos das comissões governamentais, mencionamos aqui dois breves exemplos desse argumento. Lloyd Blankfein, diretor do Goldman Sachs, afirma o seguinte: "As I look back to the beginning and throughout the course of the crisis, we couldn't anticipate its extent" (*First Public Hearing of the Financial Crisis Inquiry Commission*, 13/01/2010). Nas palavras de Jay Siegel, um ex-diretor da Moody's: "Moody's, like other market participants, certainly did not foresee as imminent the severity or speed of deterioration that occurred in the U.S. housing market after that period or the rapidity of credit tightening that followed and likely exacerbated the situation" (*Official transcript of the Hearing on Credibility of Credit Ratings, the Investment Decisions Made Based on Those Ratings, and the Financial Crisis*, 02/06/2010, p.32).

## Cadernos do Sociofilo

lificação é utilizada pelas agências para se enquadrar na primeira emenda da constituição estadunidense que protege, por exemplo, jornalistas em suas opiniões. Desse modo, as agências não podem ser processadas judicialmente por avaliações que se mostram imprecisas.

A nova regulação do mercado financeiro previa uma mudança significativa na atuação das agências de classificação de risco. Ela procura incitar uma vigilância mais cuidadosa com relação aos critérios de avaliação modificando justamente o caráter de opinião dos ratings. De opiniões, as avaliações passaram a julgamentos técnicos e, nesses status, as agências podem ser responsabilizadas judicialmente caso houverem imprecisões expressivas. Tal alteração radical na legislação cobrindo as agências – a qual teria aberto espaço para inúmeros processos contra elas no caso da crise – não foi ainda plenamente aplicada. Logo após a assinatura da lei, em julho de 2010, as agências simplesmente interromperam as avaliações de títulos do mercado imobiliário e isso paralisou os negócios nessa área. O órgão de fiscalização financeira, a SEC, flexibilizou a norma de modo a neutralizar a responsabilização legal das agências e, no momento da redação desse artigo (junho de 2011), a determinação da lei Dodd-Frank não havia sido executada<sup>27</sup>.

A securitização confinada no mundo financeiro promete levar recursos de investidores a projetos fragmentados e promete também uma distribuição do risco, ao dissolver possíveis prejuízos desses projetos. O que aconteceu quando os instru-

---

<sup>27</sup> “When Dodd-Frank became law last July, it required that ratings agencies assigning grades to asset-backed securities be subject to expert liability from that moment on. This opened the agencies to lawsuits from investors, a policing mechanism that law firms and accountants have contended with for years. The agencies responded by refusing to allow their ratings to be disclosed in asset-backed securities deals. As a result, the market for these instruments froze on July 22. The S.E.C. quickly issued a “no action” letter, indicating that it would not bring enforcement actions against issuers that did not disclose ratings in prospectuses. This removed the expert-liability threat for the ratings agencies, and the market began operating again (Morgenson, 2011).

mentos securitizados passaram para esferas mais amplas de escrutínio?

A crise foi um teste para a securitização e para o argumento da estabilidade proporcionada pela diluição do risco. No debate na imprensa, alguns especialistas defendiam que a securitização havia cumprido seu papel e havia, de fato, dissolvido as perdas por instituições do mundo inteiro<sup>28</sup>. A crise poderia ter sido muito pior em um ponto (nos EUA) se esse mecanismo de dissolução do risco não estivesse em ação. Do outro lado do tabuleiro, se argumentava que a securitização não diluiu, mas acentuou o risco existente no sistema econômico. O grande fluxo de recursos indo na direção de negócios em mercados como o imobiliário fez com que os critérios para empréstimos se tornassem muito mais frouxos. A securitização, desse modo, seria responsável pela deterioração das condições de empréstimo e do aumento do risco desses títulos<sup>29</sup>. A segunda posição, a crítica da securitização, foi rapidamente reconhecida pelas comissões governamentais que examinaram a crise<sup>30</sup>. Boa parte de seu trabalho foi a reconstrução dos mecanismos que produziram o aumento do risco e sua difusão internacional por meio da securitização de hipotecas.

A crise provocou uma ruptura no financiamento imobiliário no fim de 2008. O próprio modelo de financiamento imobiliário via securitização das hipotecas não foi, entretanto, colocado em questão. A discussão se concentrou em maneiras para proteger os investidores do risco causado pela deterioração dos critérios de fornecimentos de empréstimos. Autoridades dentro de órgãos do governo federal dos EUA debatiam duas opções:

---

<sup>28</sup> Essa é, por exemplo, a posição do professor de Economia em Harvard, Edward Glaeser (2010).

<sup>29</sup> Posição defendida por Paul Krugman (2009).

<sup>30</sup> A exposição dessa posição se encontra em FCIC (2011, pp.xxiii-xxiv). O relatório da PSI (2011) é focado em estudos de caso de instituições – e não em instrumentos financeiros específicos – e esse argumento se encontra disperso pelo texto.

## Cadernos do Sociofilo

o controle governamental da qualidade dos empréstimos ou a retenção de parte dos empréstimos pelo banco organizador da securitização<sup>31</sup>. A primeira solução é baseada em intervenção governamental; a segunda, embora também envolvendo um componente de regulação, estaria mais próxima de mecanismos próprios do mercado, pois obrigaria os bancos a ter alguma responsabilidade no negócio e os incentivaria a atentar melhor para a qualidade daquilo que eles securitizam. No novo marco regulatório que aparece em julho de 2010, foi proposta uma combinação dessas alternativas. Por um lado foram reforçados os critérios de empréstimo; por outro lado, bancos foram obrigados a assumir parte do risco envolvido no título organizado<sup>32</sup>.

No interior do mundo financeiro, os derivativos são instrumentos de transferência de risco. Ao passar o risco daqueles que não querem estar sujeitos à imprevisibilidade para aqueles capazes e desejosos de assumi-lo, os derivativos devem estabilizar choque no sistema econômico. Quando os derivativos se tornaram um tema fora das finanças por causa da crise, sua capacidade de transformar problemas isolados em problemas sistêmicos foi o principal ponto levantado. Sobre isso, é interessante examinar um pouco da trajetória dos derivativos na imprensa ao longo dos últimos anos.

2000 foi um ano crítico para esses instrumentos financeiros, pois o Congresso estadunidense revisava então a regulação sobre contratos futuros e intencionava legislar ao mesmo tempo sobre o campo de outros derivativos ainda indiretamente cobertos pela lei. A posição do presidente do Banco Central dos EUA (FED), Alan Greenspan, assim como do secretário do tesouro, Lawrence Summers, era a favor da completa desregulamentação desses instrumentos. Greenspan apontava as oportunidades de negócio oferecidas pelos derivativos e alertava que

---

<sup>31</sup> Um exemplo da cobertura midiática da discussão está em Norris (2010).

<sup>32</sup> Títulos IX e XIII, respectivamente da lei H.R.4173.

regulações mais intensas poderiam deslocar as atividades com esses instrumentos para outros países, prejudicando a posição do país no quadro financeiro mundial<sup>33</sup>.

Quando os problemas no mercado imobiliário dos EUA se tornaram mais agudos, a imprensa passou a noticiar a incerteza em torno dos derivativos. Em 2007, o presidente do Banco Central europeu, Jean-Claude Trichet, afirmou: “Deve-se reconhecer que a opacidade do mercado de derivativos de crédito e especialmente de instrumentos sintéticos estruturados é uma potencial fonte de preocupação. A complexa interação entre os instrumentos financeiros e derivativos de crédito tornou cada vez mais difícil de controlar quando posições diferentes, possivelmente consideráveis, são tomadas e onde os riscos estão concentrados” (Norris, 2007). Ao longo de 2007, efeitos desses problemas já se alastravam por todo mundo. Tornava-se cada vez mais tangível a ideia de uma crise local que amarrou o mundo por meio de derivativos. Em um artigo sobre prejuízos internacionais com hipotecas dos EUA, Anderson e Timmons (2007) escrevem: “Fundos e bancos em todo o mundo têm sido afetados porque eles compraram títulos, ou risco relacionados a títulos, lastreados em empréstimos imobiliários de má qualidade, muitas vezes agrupados em CDOs. As perdas têm, muitas vezes, surpreendido os investidores e, em alguns casos, os fundos e os executivos dos bancos, que não tinham conhecimento da extensão dos seus riscos”. Depois do fatídico setembro de 2008, os derivativos já figuravam explicitamente como uma das principais fontes da turbulência econômica (Goodman, 2008).

A eclosão da crise foi um ponto de inflexão na trajetória argumentativa em torno de derivativos. Se no começo da década havia uma disputa sobre a pertinência ou não da regulação desses instrumentos, a crise firmou um consenso sobre a neces-

---

<sup>33</sup> “Greenspan urges Congress to fuel growth of derivatives”, *New York Times*, 11/02/2000.

## Cadernos do Sociofilo

sidade de tal regulação<sup>34</sup>. Da parte do governo, a posição a favor da regulação era evidente. Mesmo para o setor financeiro, a regulação não era mais tabu. Lobista do setor, Steven Elmen-dorf declarou aos jornais que “ninguém está em modo ‘apenas dizer não’. Todos entendem que nós passamos por uma crise financeira e que a mudança tem que acontecer. A única questão é como a mudança acontece” (Labaton e Calmes, 2009).

Dentre as comissões de investigação, a FCIC enfatizou mais a ligação entre desregulamentação, derivativos e crise. A comissão aponta diretamente o papel de Greenspan na arquitetura de um sistema que permitia ao setor financeiro se engajar em apostas sem limites<sup>35</sup>. Nesse ponto, é possível introduzir melhor as duas críticas aos derivativos. Primeiro: longe dos especialistas de mercado – e de regulações –, os derivativos são instrumentos de aposta porque permitem assumir posições com relação à ativos que não se possui. Na explicação da FCIC (2011, p.50): “o dono de um carro pode segurar apenas o carro que ele possui – não o de seu vizinho. Mas o comprador de CDS<sup>36</sup> pode usá-lo para especular sobre a inadimplência de um

---

<sup>34</sup> Alan Greenspan tem moderado sua posição quanto ao caráter desnecessário da regulação para derivativos. Mesmo assim, em depoimento para a FCIC, ele defende que a maior parte desses instrumentos não estava envolvida na crise e se saiu muito bem em meio ao turbilhão subprime: “And if you separate credit default swaps from the rest of the market and look at the rest of the market essentially as interest rate derivatives and foreign exchange derivatives, which it still is, you have the remarkable phenomenon of these unregulated derivatives having the most extraordinary stress test in 2008, 2009 with no evidence of which I am aware that they didn't work exactly as they were going to” (FCIC, *Commission Hearing*, 07/04/2010, p.88).

<sup>35</sup> Em um trecho elucidativo sobre o papel de Greenspan: “Greenspan and others, supported by successive administrations and Congresses, and actively pushed by the powerful financial industry at every turn, had stripped away key safeguards, which could have helped avoid catastrophe. This approach had opened up gaps in oversight of critical areas with trillions of dollars at risk, such as the shadow banking system and over-the-counter derivatives markets” (FCIC, 2011, p.xviii).

<sup>36</sup> *Credit default swap* (CDS) é um derivativo com base no qual um ator compra proteção contra inadimplência de um título de dívida e outro ator assume o risco de calote por uma taxa.

empréstimo que o comprador não possui”. Muitos atores financeiros compravam derivativos cuja remuneração dependia da performance de um ativo (normalmente títulos securitizados lastreados em hipotecas) que o ator não possuía. Tal operação vinculava as finanças novamente ao jogo de azar e à aposta, segundo os críticos. Segundo: ao invés de realizar a transferência de risco entre atores, tal prática intensificava o risco agregado. Caso houvesse prejuízo no ativo que o ator não possui, mas para o qual ele comprou um CDS, as perdas recairiam em quem de fato possui o ativo e em que vendeu o CDS. Além disso, o ator que assumia o risco na negociação (normalmente uma divisão especializada em derivativos de uma seguradora como a AIG) não era obrigado a ter em caixa ou a colocar em uma casa de custódia o valor em jogo, ou seja, o valor pago caso o título ficar inadimplente. Isso aumentava a alavancagem e, logo, a exposição das seguradoras no caso de um solavanco nos mercados.

A Lei Dodd-Frank de julho de 2010 parece ter incorporado essas críticas. Com a intensão de evitar a difusão do risco, a lei prevê a criação de casas de custódia para CDSs, as *swap execution facilities*.

### 3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Falhas graves expuseram as entranhas do setor financeiro para o público. A crise interrompeu o curso normal das ações em nome de um momento reflexivo coletivo sobre o funcionamento das finanças. Mas quais foram os resultados dessa exposição? Até que ponto o que foi instituído como resposta à crise se diferencia da estrutura anterior?

O caso das agências de classificação de risco ainda permanece indeterminado. Se antes elas eram responsáveis pela gestão de risco de todo sistema financeiro, avaliando os mais diversos títulos com base em seu crédito, ainda não é claro quem



## Cadernos do Sociofilo

assumirá esse papel agora. O argumento que dominou a discussão sobre a falha das agências de classificação de risco foi, como procuramos mostrar na discussão acima, os efeitos perversos da concorrência e do conflito de interesses entre agências e clientes. Dado que as notas das agências não garantem a estabilidade do sistema por causa desse mecanismo, surgiu o argumento apontando a omissão do Estado em sua tarefa de vigiar o setor financeiro<sup>37</sup>. O Estado seria, assim, omisso em sua tarefa, terceirizando a supervisão da qualidade dos títulos financeiros em circulação. O problema é: como garantir que os investidores não serão enganados por produtos financeiros confeccionados e vendidos com má-fé, ou seja, que terão performance pior que aquela negociada pelas partes? A solução adotada na Lei Dodd-Frank procura acentuar a “terceirização da supervisão”, introduzindo responsabilização legal caso as avaliações se mostrem imprecisas (embora isso ainda não tenha sido aplicado). A solução favorecida pelas próprias agências reintroduz o problema da gestão do risco para o governo e para os atores financeiros<sup>38</sup>. Elas defendem que os ratings saiam da regulação do mercado. Avaliações de agências passam a ser só um elemento dentro de outras formas da gestão.

No caso da securitização, se estruturaram novos dispositivos que dividem a gestão do risco entre bancos e empresas. Ora, o argumento segundo o qual a securitização dissolveria o risco e estabilizaria o sistema caiu com a crise. Segundo a Lei Dodd-Frank, a vigilância do risco ficou dividida entre bancos,

---

<sup>37</sup> Protess (2011) aborda a discussão: “Banks and corporations that issue debt must pay the rating agencies to assign them a grade. Lawmakers have long feared that a quest for profits compromised the integrity of ratings. But the problem, critics say, starts with the government. Rather than judge the safety of corporate bonds and other investments, regulators outsource that duty to the rating agencies”.

<sup>38</sup> “Standard & Poor’s believes the market — not government mandates — should decide the value of our work, which is why we support removing rating requirements from financial regulations”, said Ed Sweeney, an S.&P. spokesman” (Protess, 2011).

assumiriam parte do risco envolvido na securitização, e governo, o qual acentuaria a fiscalização da qualidade de empréstimos. O caso dos derivativos transferiu riscos que se encontravam espalhados no sistema financeiro para instituições que vendem derivativos. A criação, prevista na Lei Dodd-Frank, de casa de custódia para derivativos não padronizados faz com que os vendedores de tais instrumentos coloquem em jogos seus recursos. Em suma, está em curso um deslocamento da gestão de risco no mundo financeiro estadunidense, conduzido pelo debate e pela política incitados durante a crise.

Se a crise foi eficaz em tornar sensíveis problemas dos dispositivos da economia do risco com relação à normatividade industrial (de previsibilidade e estabilidade), quais foram as repercussões com relação à normatividade mercantil? A emergência pública dos elementos envolvidos na crise financeira relevou, primeiro, o problema da pressão competitiva sobre as agências de classificação de risco. Segundo, houve a crítica à deterioração da qualidade dos empréstimos imobiliários. Terceiro, foram criticadas as operações com derivativos que se assemelhavam a apostas. De fato, as medidas previstas na Lei Dodd-Frank buscam corrigir esses problemas para um funcionamento correto dos mercados financeiros.

Se críticas internas quanto às falhas no mercado abundaram, críticas externas foram praticamente inexistentes. A posição normativa do mercado se manteve incólume. Isso significa que o compromisso entre os princípios mercantil e industrial – base da ideia segundo a qual o mercado é o modo de organização econômica mais eficiente para produzir o bem comum – não foi afetado significativamente. A crise foi (embora ela ainda esteja se desenrolando) um momento no qual foi possível re-problematizar vários aspectos do mundo financeiro. Isso é de vital importância devido ao papel das finanças na expansão global da lógica mercantil. A internacionalização dos mercados proporcionou condições de barganha inigualáveis para o gran-

## Cadernos do Sociofilo

de capital. A possibilidade aberta para o capital de simplesmente sair (*exit* de Hirschmann, 1970) significou a introdução da lógica mercantil na interação das finanças com outros atores (Estado e trabalho organizado). Nesse contexto, grupos subordinados, desprovidos desses ativos móveis, ficam sujeitos às instabilidades inerentes da organização mercantil da economia<sup>39</sup>. De qualquer maneira, frente ao colapso da vanguarda internacional do mercado, a conclusão que se pode esboçar no momento é que coisas muito pontuais foram colocadas em discussão (se tomarmos como medida os jornais e as comissões que utilizamos) e que a alteração de dispositivos legais foi muito limitada.

Assim, a crise mostrou que qualquer mudança mais radical com relação ao papel que o mercado deve cumprir ainda depende de mais que um colapso do mercado sobre si mesmo. A tradição liberal dos EUA sem dúvida se relaciona fortemente com a atrofia da atitude crítica aos mecanismos mercantis e com a incapacidade de instituir algo que vá contra esses mecanismos. Independentemente das tradições estadunidenses, a internacionalização dos mercados e a financeirização das economias, no entanto, difunde imediatamente os efeitos da crise e da reação à crise para muito mais além dos EUA e de seus grupos dominantes. Se o capitalismo é um sistema mundo, a globalização financeira torna mais imediatos os efeitos de solavancos e crises. O mundo diretamente concernido aponta para a necessidade de uma esfera pública global, enquanto conjunto de instâncias inclusivas de debate capaz de reivindicar de autoridades internacionais o governo das finanças mundializadas (Vandenberghe, no prelo). Se aprendemos que o mercado dificilmente vai se autodestruir (pelo menos num horizonte circunscrito), a alternativa vislumbrável passa pela constituição

---

<sup>39</sup> Reforçando essas condições – que se fortaleceram primeiramente com a globalização financeira a partir da década de 1970 – já denunciadas por economistas tais como Rodrik (1997).

de esferas transnacionais de discussão para exercer pressão sobre as autoridades das finanças globais, como FMI e BIS. Como aponta Fraser (2007), todavia, tal projeto encontra dois obstáculos centrais. Primeiro, tal esfera pública global ainda tem legitimidade bastante frágil, pois não tem uma população de direito clara. Segundo, ela ainda possui pouca eficácia, na medida em que inexistem os dispositivos para aplicar suas deliberações. A crítica externa da economia mundial ainda precisa de estruturas mais fortes para poder aproveitar momentos de fraqueza dos mercados internacionais.

### 4 REFERÊNCIAS

Abolafia, Mitchel. 1998. "Markets as cultures: an ethnographic account". In: Callon, Michel (ed.). *The laws of the markets*. Oxford: Blackwell, pp. 69-85.

Anderson, J.; Tommons, H. 2007. "Why a U.S. Subprime Mortgage Crisis Is Felt Around the World". *The New York Times*, 31/08/2007.

Baker, Wayne. 1984. "Social structure of a national securities market. *American Journal of Sociology*. v.89, pp.775-811.

Barry, A.; Slater, D. 2002. "Introduction: The Technological Economy". *Economy and Society*. v.31, n.2, pp.175-193.

Banco Mundial. 1994. *Averting the old age crisis: policies to protect the old and promote growth*. Washington: Banco Mundial.

Beck, Ulrich. 1986. *Risk society*. Londres: Sage.

Beckert, Jens. 2009. "Die Anspruchinflation des Wirtschaftssystems". *MPIfG working paper 09/10*.

## Cadernos do Sociofilo

Beunza, D.; Stark, D. 2004. "Tools of the trade: socio-technology of arbitrage in a Wall Street trading room". *Industrial and Corporate Change*. v.13, n.2. pp.369-400.

Beunza, D.; Hardie, I; MacKenzie, D. 2006. "A Price is a Social Thing: Towards a Material Sociology of Arbitrage". *Organization Studies*. v.27, pp.745-769.

Biggart, N. W.; Beamish, T. D. 2003. "The economic sociology of conventions: habit, custom, practice and routine in market order". *Annual review of sociology*. v.29, pp.443-464.

BIS. 2005. *The role of ratings in structured finance: issues and implications*. Basiléia: Bank for International Settlements Press & Communications.

Blackburn, Robin. 2002. *Banking on death or investing in life: the history and future of pensions*. Londres: Verso.

Boltanski, L.; Thévenot, L. 1991. *De la justification*. Paris: Gallimard.

Boltanski, L.; Chiapello, E. 1999. *Le nouvel esprit du capitalisme*. Paris: Gallimard.

Boltanski, L.; Claverie, E.; Offenstadt, N.; Van Damme, S. (eds) *Affaires, scandales et grandes causes*. Paris: Stock

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

\_\_\_\_\_. 2007a. "What does it mean to say that Economics is performative". in: MacKenzie, D.; Muniesa, F.; Siu, L. *Do economists make markets? On the performativity of economics*. Princeton University Press: Princeton.

\_\_\_\_\_. 2007b. "An Essay on the Growing Contribution of Economic Markets to the Proliferation of the Social". *Theory, Culture & Society*. v.24, n.7-8, pp.139-163.

Callon, M., Lascoumes, P.; Barthe, Y. 2001. *Agir dans un monde incertain. Essai sur la démocratie technique*. Paris: Seuil.

Callon, M.; Millo, Y. (eds.) 2007. *Market devices*. Malden: Blackwell

de Blic, D.; Lemieux, C. 2005. "Le scandale comme épreuve. Eléments de sociologie pragmatique". *Politix*. v.18, n.71, pp.9-38.

Drucker, Peter. 1976. *The Unseen Revolution*. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers.

Fabozzi, F.; Davis, H.; Choudhry, M. 2006. *Introduction to Structured Finance*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.

Fama, Eugene. 1970. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". *Journal of Finance*. v.25, n.2, pp.383-417.

FCIC (Financial Crisis Inquiry Commission). 2011. *The financial crisis inquiry report*. Nova Iorque: PublicAffairs.

Fligstein, N.; Dauter, L. 2007. "The sociology of markets". *Annual Review of Sociology*. v.33, pp.105-128.

Fourcade, Marion. 2007. "Theories of markets, theories of society". *American Behavioral Scientist*. v.50, n.8, pp.1015-1034.

Fraser, Nancy. 2007. Transnationalizing the Public Sphere. *Theory, Culture & Society*. v.24, n.4, pp.7-30.

Galbraith, John K. 1995 (1954). *The Great Crash, 1929*. Boston: Houghton Mifflin.

Garcia, Marie-France. 1986. "La construction sociale d'un marché parfait: le marché aucadran de Fontaines-en-Sologne". *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*. n.65, pp.2-13.

## Cadernos do Sociofilo

Glaeser, Edward. 2010. "Debating the Securitization of Mortgages". *The New York Times*, 27/07/2010.

Goodman, Peter. 2008. "The Reckoning: Taking Hard New Look at a Greenspan Legacy". *The New York Times*, 09/10/2008.

Graham B.; Dodd, D. 2009 (1934). *Security Analysis*. Nova Iorque: McGraw-Hill.

Hardie, I.; MacKenzie, D. 2007. "Assembling an Economic Actor: The Agencement of a Hedge Fund". *Sociological Review*. v.55, n.1, pp.57-80.

Hirschman, Albert. 1970. *Exit, Voice, and Loyalty*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Jagd, Søren. 2007. "Economics of convention and new economic sociology: mutual inspiration and Dialogue". *Current sociology*. v.55, n.1, pp.75-91.

Keohane, Robert. 1984. "The World Political Economy and the Crisis of Embedded Liberalism". In: Goldthorpe, J. (ed.). *Order and Conflict in Contemporary Capitalism*. Oxford: Oxford University Press.

Knorr-Cetina, K.; Bruegger, U. 2000. "The market as an object of attachment: exploring postsocial relations in financial markets". *Canadian Journal of Sociology*, v.25, n.2. pp.141-168.

Krippner, Greta. 2005. "The Financialization of the American Economy." *Socio-Economic Review*. v.3, pp.173-208.

\_\_\_\_\_. 2010. "The Political Economy of Financial Exuberance". in: Lounsbury, M.; Hirsch, P. M. (eds.) *Markets on trial*. Bingley: Emerald.

Krugman, Paul. 2009. "The Market Mystique". *The New York Times*, 27/03/2009.

Langley, Paul. 2008. "Pension fund capitalism, pension fund socialism, and dissent from investment". In: Taylor, M. *Global economy contested*. Londres: Routledge.

L

atour, Bruno. 1987. *Science in action*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

\_\_\_\_\_. 1990. "Visualisation and Cognition: Drawing things together". in: Lynch, M.; Woolgar, S. (Eds.). *Representation in Scientific Practice*. MIT Press: Cambridge.

\_\_\_\_\_. 1996. "On interobjectivity". *Mind, Culture, and Activity*. v.3, n.4, pp.228-245.

Lebaton, S.; Calmes, J. 2009. "Obama Proposes a First Overhaul of Finance Rules". *The New York Times*, 14/05/2009.

Lemieux, C. 2007. "A quoi sert l'analyse des controverses?" *Mil Neuf Cent*. v.25, pp.191-212.

Leyshon, A.; Thrift, N. 2007. "The Capitalization of Almost Everything". *Theory, Culture & Society*. v.24, n.7-8, pp.97-115.

Lounsbury, M.; Hirsch, P. M. (eds.) 2010. *Markets on trial. Part A and B*. Bingley: Emerald.

Lordon, Frédéric. 2009. *La crise de trop*. Paris: Fayard.

Lebaron, Frédéric. 2010. *La crise de la croyance économique*. Bellecombe-en-Bauges: Ed. du Croquant.

MacKenzie, Donald. 2003. "Long-Term Capital Management and the Sociology of Arbitrage". *Economy and Society*. v.32, pp.349-380.



## Cadernos do Sociofilo

\_\_\_\_\_. 2010a. "The credit crisis as a problem of sociology of knowledge". Não publicado. Disponível em: [www.sps.ed.ac.uk/staff/sociology/mackenzie\\_donald](http://www.sps.ed.ac.uk/staff/sociology/mackenzie_donald)

\_\_\_\_\_. 2010b. "Knowledge production in financial markets: credit default swaps, the ABX and the subprime crisis". Não publicado. Disponível em: [www.sps.ed.ac.uk/staff/sociology/mackenzie\\_donald](http://www.sps.ed.ac.uk/staff/sociology/mackenzie_donald)

MacKenzie, D.; Millo, Y. 2003. "Constructing a market, performing a theory: the historical sociology of a financial derivatives exchange". *American Journal of Sociology*. v.109, n.1, pp.107-145.

Mayntz, Renate. 2010. "Die transnationale Ordnung globalisierter Finanzmärkte: Was lehrt uns die Krise?" *MPIfG working paper 10/8*.

Mihm, Stephen. 2008. "Dr. Doom". *New York Times*, 17/08/2008.

Millo, Y.; MacKenzie, D. 2009. "The Usefulness of Inaccurate Models: The Emergence of Financial Risk Management". *Accounting, Organizations and Society*. v.34, pp.638-653.

Mintz, B; Schwarz, M. 1985. *The power structure of american business*. Chicago: Chicago University Press.

Mizruchi M. S. 2010. "The American corporate elite and the historical roots of the financial crisis of 2008". In: Lounsbury, M.; Hirsch, P. M. (eds.). *Markets on trial. Part A and B*. Bingley: Emerald.

Moosa, Imad. 2003. *International Financial Operations: Arbitrage, Hedging, Speculation, Financing and Investment*. Nova Iorque: Palgrave Macmillan.

Morgenson, Gretchen. 2011. "Hey, S.E.C., That Escape Hatch Is Still Open". *New York Times*, 5/3/2011.

Norris, Floyd. 2010. "Seeking a Safer Way to Securitization". *The New York Times*, 06/02/2010.

\_\_\_\_\_. 2007. "A Warning on Derivatives". *The New York Times*, 18/04/2007.

Orléan, André. (ed.) 1994. *Analyse économique des conventions*. Paris: Presse Universitaires de France.

\_\_\_\_\_. 1999. *Le pouvoir de la finance*. Paris: Odile Jacob.

\_\_\_\_\_. 2009. *De l'euphorie à la panique: penser la crise financière*. Paris: Éditions Rue d'Ulm/Presses de l'École normale supérieure.

Pinch, T.; Swedberg, R. (eds.) 2008. *Living in a material world*. Cambridge, MA: MIT Press.

Power, Michael. 2005. "Enterprise Risk Management and the Organization of Uncertainty in Financial Institutions". In: Knorr-Cetina, K.; Preda, A. *The sociology of financial markets*. Oxford: Oxford University Press.

Protest, Ben. 2011. "S.E.C. Seeks to Reduce Reliance on Credit Ratings". *The New York Times*, 09/02/2011.

Preda, Alex. 2005. "The investor as a cultural figure of global capitalism". In: Knorr-Cetina, K.; Preda, A. *The sociology of financial markets*. Oxford: Oxford University Press.

\_\_\_\_\_. 2008. "Technology, agency, and financial price data". In: Pinch, T.; Swedberg, R. *Living in a material world: economic sociology meets science and technology*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

PSI (Permanent Subcommittee on Investigations). 2011. *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*. Washington: United States Senate.

## Cadernos do Sociofilo

Quinn, Sarah. 2008. "Securitization and the State". Trabalho apresentado na reunião anual da American Sociological Association, Boston MA. Disponível em: [www.sarahquinnsociology.com](http://www.sarahquinnsociology.com)

Rodrik, Dani. 1997. *Has Globalization Gone too Far?* Washington, DC: Institute for International Economics.

Rona-Tas A, Hiss S. 2010. "The role of ratings in the subprime mortgage crisis: the art of corporate and the science of consumer credit rating". in: Lounsbury, M.; Hirsch, P. M. (eds.) *Markets on trial*. Bingley: Emerald.

Sinclair, Timothy. 2003. "Global monitor: bond rating agencies". *New Political Economy*. v.8, n.1, pp. 147-161.

Stark, David. 1996. "Recombinant propriety in east European capitalism". *The American journal of sociology*. v.101, n.4, pp.993-1027.

\_\_\_\_\_. 2009. *The sense of dissonance: accounts of worth in economic life*. Princeton: Princeton University Press.

Sussex, John. 2009. *Day one trader: a Liffe story*. Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons.

Swedberg R. 2010. "The structure of confidence and the collapse of Lehman Brothers". in: Lounsbury, M.; Hirsch, P. M. (eds.) *Markets on trial*. Bingley: Emerald.

Taleb, Nassim. 2001. *Foiled by Randomness*. Nova Iorque: Texere.

Toporowski, Jan. 2000. *The end of finance: the theory of capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*. Londres: Routledge.

Vandenbergh, Frederic. 2006. *Complexités du posthumanisme: trois essais dialectiques sur la sociologie de Bruno Latour*. Paris: L'Harmattan.

\_\_\_\_\_. No prelo. "Um Estado para o cosmopolitismo". *Novos Estudos Cebrap*.

Wilkinson, John. 1997. "A new paradigm for economic analysis?" *Economy and society*. v.26, pp.305-339.

Zaloom, Caitlin. 2006. *Out of the pits: traders and technology from Chicago to London*. Chicago: The University of Chicago Press.