

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA POLÍTICA
INTERNACIONAL**

LIVI GERBASE

O Papel das Agências de Avaliação de Crédito no Sistema Internacional

Rio de Janeiro

2018

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA POLÍTICA
INTERNACIONAL**

LIVI GERBASE

O Papel das Agências de Avaliação de Crédito no Sistema Internacional

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia Política Internacional

Orientador: Prof. Dr. Maurício Médici Metri

Rio de Janeiro

2018

G361 Gerbase, Livi
O papel das agências de avaliação de crédito no Sistema internacional / Livi Gerbase. – 2018.
114 p. ; 31 cm.

Orientador: Maurício Médiçi Metri.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional, 2018.
Bibliografia: f. 104 – 112.

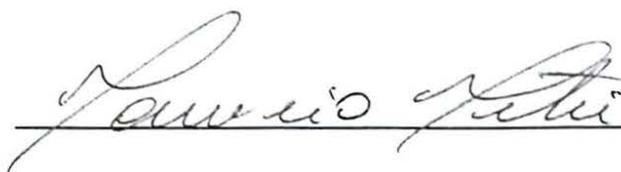
1. Economia política internacional. 2. Sistema financeiro internacional. 3. Agência de avaliação de crédito. I. Metri, Maurício Médiçi, orient. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. III. Título.

CDD 338.91

LIVI GERBASE

**O Papel das Agências de Avaliação de Crédito no Sistema
Internacional**

Dissertação submetida ao Programa de Pós- Graduação em Economia Política Internacional do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia Política Internacional.



Orientador: Prof. Dr. Maurício Mé dici Metri



Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates



Prof. Dr. Daniel de Pinho Barreiros

AGRADECIMENTOS

Começo agradecendo à República Federativa do Brasil, que me proporcionou educação gratuita e de qualidade por todo meu caminhar acadêmico, e ao Instituto de Economia da UFRJ, que me acolheu de braços abertos.

Segundo, agradeço à minha família. Aos meus pais, por sempre acreditarem e apoiarem minhas escolhas, proporcionando sempre tudo necessário para a minha felicidade. Às minhas irmãs, pelo carinho constante.

Terceiro, ao Mauricio Metri, um exemplo de professor e orientador, sem o qual essa dissertação não existiria. Muito obrigada pela parceria e por fazer o processo de escrita e compartilhamento tão fluido e instigante.

Quarto, às pessoas incríveis que me deparei ao longo dessa jornada. Aos meus companheiros de mestrado, sem os quais a experiência não teria sido tão enriquecedora. Aos meus amigos, os velhos e os novos, aos quais me desculpo pela ausência. Ao Caio, meu companheiro na loucura que foram esses últimos dois anos.

Quinto, a Investopedia, portal online que se propõe a explicar conceitos relacionados aos mercados financeiros para o público leigo.

Sexto, ao Libgen e a todos aqueles que colocam as mãos na massa em prol da divulgação de conhecimento científico de forma democrática.

Por fim, agradeço a todos que ainda se propõem a pensar o Brasil e o mundo nos tempos difíceis em que nos encontramos. Que a academia se mantenha como lugar de resistência aos retrocessos e que possamos, além de lutar, nos reinventar.

How do you explain to an innocent citizen of the free world the importance of a credit default swap on a double-A tranche of a subprime-backed collateralized debt obligation?

— Michael Lewis, *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*

RESUMO

A economia mundial das últimas décadas tem como uma de suas características o processo de financeirização. A presente dissertação tem como objetivo analisar a relação desse processo com um de seus elementos, as Agências de Avaliação de Crédito (AACs), e, dentro deste tema, um objeto em específico, as notas fornecidas a Estados soberanos pelas maiores agências do Sistema Financeiro Internacional (SFI), a Standard and Poor's e a Moody's. A análise dessa relação pode ser realizada através de diversos campos disciplinares, que serão descritas ao longo do texto; o trabalho, entretanto, se propõe principalmente a analisar a partir da Economia Política Internacional (EPI). Essa perspectiva procura se distanciar das dicotomias entre Estado e Capital e mostrar relações de codependência e simbiose entre os dois atores. Nesse sentido, o trabalho procura inserir as AACs nessa perspectiva ao entender os benefícios e as vulnerabilidades dos diferentes Estados do SFI nas suas relações com as AACs. Dessa forma, as hipóteses se constroem da seguinte forma: 1) a atuação do duopólio Moody's e S&P's no SFI contemporâneo é relevante; 2) ela tem como consequências a criação e manutenção de hierarquias entre os Estados no SFI; 3) alguns Estados procuram desafiar essa hierarquização através da luta pelo poder de avaliação retido pelas AACs estadunidenses. Nesse sentido, o trabalho se construirá em três capítulos. No primeiro, descrever-se-á o processo de financeirização, contrastando a teoria ortodoxa, a keynesiana e a marxista com a perspectiva da EPI. No segundo capítulo, estruturar-se-á as fontes de poder das AACs no SFI, a metodologia e a regulação, realizando uma revisão da literatura relacionada às AACs. No terceiro e último, propor-se-á uma nova forma de entender o papel das AACs no SFI, primeiro enfatizando as hierarquias no SFI e, em um segundo momento, descrevendo a atual luta pelo poder de avaliação retido pelas agências, que se intensificou no período pós-2008.

Palavras-chave: Agências de Avaliação de Crédito, Sistema Financeiro Internacional, Economia Política Internacional, Estado

ABSTRACT

The world economy of the last decades has as one of its characteristics the process of financialization. The purpose of this dissertation is to analyze the relationship between this process and one of its elements, the Credit Rating Agencies (CRAs), and, within this theme, a specific object, the ratings provided to sovereign states by the largest agencies of the International Financial System (IFS), Standard and Poor's and Moody's. The analysis of this relationship can be made through several theoretical perspectives, which will be described throughout the text; this work, however, is mainly proposed to analyze from the International Political Economy (IPE) perspective. This perspective seeks to distance itself from the dichotomies between State and Capital and to show relations of codependency and symbiosis between the two actors. The paper seeks to insert CRAs in this perspective by understanding the benefits and vulnerabilities of different states in their relations with CRAs. Thus, the hypotheses are constructed as follows: 1) the performance of the Moody's and S&P's duopoly in the contemporary IFS is relevant; (2) it's consequences are the creation and maintenance of hierarchies among States; 3) some states seek to challenge this hierarchy by striving for the power of evaluation retained by the American CRAs. In this sense, the dissertation will be built in three chapters. In the first one, the process of financialization will be described, contrasting the orthodox, Keynesian and Marxist theory with the perspective of IPE. In the second chapter, the sources of power of the CRAs in the IFS, the methodology and the regulation, will be structured, carrying out a review of the literature related to the CRAs. In the third and last, a new way of understanding the role of CRAs in the SFI will be proposed, first emphasizing the hierarchies in the SFI and, secondly, describing the struggle for the power of evaluation retained by the agencies, a struggle that was intensified in the post-2008 period.

Key Words: Credit Rating Agencies; State; International Political Economy; International Financial System

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Imagem 1 - Classificação das Agências de Avaliação de Crédito.....	16
Imagem 2-Escritórios da Moody's e da S&P's pelo Mundo.....	50
Imagem 3 - Os atores do SFI e as fontes de poder das agências.....	58
Imagem 4 - Fatores Amplos, Subfatores e Indicadores do Fator Força Econômica, de acordo com a Metodologia da Moody's.	63
Imagem 5 - Os atores do SFI sob a ótica das Agências de Avaliação de Crédito.....	78
Gráfico 1: Divisão das Avaliações de Títulos Soberanos de Agosto de 2017 da agência Standard and Poor's em níveis de desenvolvimento	74
Gráfico 2 - A tendência de erro da Moody's - por região.....	78
Gráfico 3 - Dívida Bruta como Porcentagem do PIB - 2000-2016.....	86
Gráfico 4 - Moody's 2007-2017 - Evolução de Atores selecionados.....	89
Gráfico 5 - S&P's 2007-2010: Evolução de Atores selecionados.....	89

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Quadro sintético de visões sobre o fenômeno da financeirização.....	27
Tabela 2 - Falhas de Avaliação das Agências de Avaliação de Crédito: Mudanças de notas da Moody's em um período de 12 meses.....	52
Tabela 3 - Participação de Mercado e Nacionalidade das Agências que Atuam na UE – 2017..	91

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AAC - Agência de Avaliação de Crédito

BIS - Bank of International Settlements

CDO - Collateralized Debt Obligation

CIBM - China Interbank Bond Market

EPI - Economia Política Internacional

ESMA - European Securities and Markets Authority

FMI - Fundo Monetário Internacional

IDE - Investimento Direto Estrangeiro

NRSRO - Nationally Recognized Statistical Rating Organization

PBOC - People's Bank of China

SEC - Securities and Exchange Commission,

SFI - Sistema Financeiro Internacional

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	12
1. A EMERGÊNCIA DAS FINANÇAS NO MUNDO GLOBALIZADO: UM QUADRO TEÓRICO.....	23
1.1. A Análise Ortodoxa.....	28
1.2. A Crítica Pós-Keynesiana	30
1.3. As Análises Marxistas	34
1.3. A Visão da Economia Política Internacional	40
2. AS AGÊNCIAS E O SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL: A HISTÓRIA E AS FONTES DE PODER.....	46
2.1 História das Agências de Avaliação de Crédito.	46
2.2 As fontes e expressões do poder das Agências da Avaliação de Crédito no Sistema Financeiro Internacional.....	55
2.2.1 O poder <i>em si</i> : o impacto das agências no SFI	55
2.2.2 As origens do poder: relações entre Agências de Avaliação de Crédito, Estados nacionais e Empresas no Sistema Financeiro Internacional	57
2.3 Considerações finais sobre fontes de poder: é possível achar padrões nas relações entre os atores?.....	67
3. O PODER E AS AGÊNCIAS DE AVALIAÇÃO DE CRÉDITO: UM OLHAR DA ECONOMIA POLÍTICA INTERNACIONAL	69
3.1 As Agências de Avaliação de Crédito e as teorias da financeirização	69
3.2 O olhar da Economia Política Internacional às Agências de Avaliação de Crédito	73
3.2.1 A Economia Política Internacional Estrutural e as AACs.	76
3.2.2 A luta pelo poder de avaliação no Sistema Financeiro Internacional	81
3.2.2.1 Lutas pelo controle dos mercados internos: Europa, Rússia e China.....	89
3.2.2.2 A Luta pelo poder de Avaliação Global: China, Acordos e BRICS.....	96
CONCLUSÕES.....	100
REFERÊNCIAS.....	104
GLOSSÁRIO	113

INTRODUÇÃO

A partir da decisão de Nixon em 15 de agosto de 1971, quando foi desmantelada a paridade do dólar com o ouro, se encerra o período da história no qual o sistema econômico foi organizado pelas regras determinadas pelo acordo de Bretton Woods. De um regime de taxas de câmbio fixas e restrição financeira, se passou para uma grande incerteza, e, depois de um período de transição, para a ascensão das finanças como cerne da acumulação de capital do sistema. Desde a segunda metade dos anos 1980, se consolidou uma globalização financeira, com inovações financeiras, a securitização e a especulação comandando um regime que se expande geograficamente. Aos poucos, de maneira voluntária ou não, a maioria dos países abre suas portas para os fluxos de capitais internacionais.

O tema dessa dissertação de mestrado é um enfoque em um dos aspectos de tal processo de financeirização. As Agências de Avaliação de Crédito (AACs)¹ começaram a ganhar cada vez mais destaque e importância para o funcionamento do sistema. As AACs são instituições financeiras que têm como objetivo informar a possíveis investidores o risco de inadimplência de um título de dívida. Elas realizam um julgamento que combina dois fatores: a confiabilidade de um título, medido através da coleta e análise de dados econômicos e financeiros – tanto de natureza pública quanto informações adicionais fornecidas pelo emissor do título –; e a disposição para o pagamento do título pelo emissor – um cálculo que vai além de questões econômicas. Tal julgamento é traduzido simplificada e com um conjunto de letras que é hierarquizado. AAA seria a conotação mais alta, isto é, a total confiança na capacidade do emissor do título em pagar a dívida dentro do tempo estipulado; D significa alta probabilidade de *default*, ou calote da dívida. Os números atestam a importância atual das AACs no sistema financeiro internacional: as agências avaliam cerca de 30 trilhões de títulos pelo mundo todo (SINCLAIR, 2005, p. XI).

Em um mundo globalizado, no qual a quantidade de informações cresce exponencialmente e os níveis de incerteza são maiores que no período Bretton Woods, as AACs são consideradas um norte aos investidores, necessário para tentar reduzir o hiato de informações entre credores e devedores. A importância deste norte aumenta

¹ Foi escolhida para a dissertação a tradução literal do termo mais utilizado na literatura especializada, *Credit Rating Agencies*. No Brasil, os termos mais comuns são agências de risco ou agências de avaliação de risco.

quando entendemos a relevância dos títulos de dívida (*bonds*) em comparação com ações (*stocks*) no Sistema Financeiro Internacional (SFI)² contemporâneo. Ainda que o segundo seja mais conhecido e historicamente mais relevante, nos últimos 20 anos os títulos de dívida passaram a dominar o mercado, por oferecerem, pelo menos teoricamente, estabilidade num mercado cada vez mais instável (LEWIS, 2015, capítulo 1).

Para as AACs reterem a função de avaliar a credibilidade desses papéis cada vez mais importantes para o mercado financeiro, é necessário, teoricamente, que elas sejam agentes neutros, objetivos e transparentes. Quando acontecem inesperadas falências de empresas e governos ou crises financeiras sistêmicas, portanto, as agências são apontadas como (no mínimo) parcialmente responsáveis, visto que sua função, em última instância, é indicar a vulnerabilidade de títulos de dívida e, assim, garantir a estabilidade do sistema, apontando falhas em seu funcionamento quando necessário. Nesse sentido, as AACs acabam por ter influência no direcionamento dos fluxos de capitais, pois suas notas orientam decisões de investimento pelo mundo.

Esse papel e importância das AACs no SFI é, porém, às vezes questionado. Em momentos, por exemplo, quando rebaixamentos de notas não refletem em mudanças de custo de contratação de dívidas, como foi o caso da Grã-Bretanha em 2016 ou dos EUA em 2011 (MOORE, 2016). Além disso, em termos teóricos as agências poderiam ser só agregadoras e sintetizadoras de dados, não fornecendo aos investidores novas informações. O impacto de suas ações, logo, poderia somente refletir os movimentos que já ocorreriam no SFI de qualquer forma (SERRANO, PIMENTEL, 2017). Nesse sentido, as AACs acabariam apenas por espelhar o sistema, não sendo de fato um ator dele.

Tendo esses questionamentos em mente, esse trabalho vai procurar investigar o papel das AACs para o SFI de maneira ampla, procurando entender se de fato as AACs têm poder no SFI, quais são as fontes desse poder e como esse poder foi construído historicamente. Dado o grande escopo desses objetivos, porém, foi necessário limitar o campo de estudo para essa dissertação. Duas delimitações temáticas foram importantes: o tipo de avaliação e quais AACs serão analisadas.

² Esse conceito pode ser definido como: "A interação de empresas financeiras, reguladores e instituições que operam em um nível supranacional. O sistema financeiro global pode ser dividido em entidades reguladas (bancos internacionais e seguradoras), reguladores, supervisores e instituições como o Banco Central Europeu ou o Fundo Monetário Internacional" (FINANCIAL TIMES, 2018).

Em relação ao tipo, as agências de maneira ampla avaliam dois grandes grupos: empresas e soberanias. Essas últimas são divididas em avaliações de entes nacionais (Estados) e de entes subnacionais (províncias, estados, municípios). Esse trabalho tratará principalmente da análise de títulos de Estados nacionais, ainda que não ignorará avaliações de entes privados ou de subnacionalidades. Essa escolha se deveu a três motivos: 1) os *sovereign ratings* são um assunto menos tratado na literatura especializada – que, em relação às AACs, foca muito nas crises financeiras e no papel das agências nelas; 2) os *sovereign ratings* normalmente determinam o teto de notas de todos os títulos emitidos pelos outros entes nacionais, públicos ou privados; 3) os governos nacionais são os maiores emissores de dívida no SFI (AFONSO, 2003, p. 3).

Uma segunda limitação são quais agências serão analisadas na dissertação. Existem atualmente cerca de 130 AACs espalhadas pelo mundo; há, porém, um evidente duopólio na indústria global de avaliação de títulos. As empresas estadunidenses Standard and Poor's e Moody's são as duas líderes do mercado, controlando 80% do mercado de avaliações do mundo (AFONSO, 2003, p. 4). Mesmo dados mais atuais demonstram a continua preponderância do duopólio: no mercado estadunidense em 2015 elas controlavam 82,5% das avaliações (MIHAELAJMÉNO, 2015, p. 635). As duas agências também são as únicas com uma atuação internacional extensa, com filiais espalhadas pelo mundo, como pode ser observado na Imagem 2. Dado o duopólio e as limitações do escopo de uma dissertação, apenas a história, somente essas duas agências serão estudadas com maior aprofundamento.

É importante mencionar que tanto a Moody's quanto a S&P's são parte de grandes conglomerados financeiros e possuem outros serviços que não a avaliação de crédito. A *Moody's Investors Service*, faz parte da Moody's Corporation, que também oferece serviços de consultoria através da *Moody's Analytics*. A Moody's Corporation é uma empresa derivada³ da companhia de serviços empresariais Dun & Bradstreet. A Standard and Poor's, por sua vez, fez parte da McGraw-Hill Financial – que mudou de nome para S&P Global em 2016 – e é responsável pelo S&P 500, um dos índices de ações mais utilizados nas bolsas de valores estadunidenses.

A empresa Fitch Ratings é normalmente citada conjuntamente com as outras duas, formando o que chamam de *The Big Three*. Ela de fato é a terceira maior AAC do mundo, mas está muito atrás das outras duas em termos de número de títulos e

³ As palavras e expressões sublinhadas tem seus significados explicados no Glossário.

abrangência internacional. Além disso, as origens históricas são distintas: enquanto a Moody's e a S&P's são estadunidenses, a Fitch foi uma criação europeia – mas que logo foi incorporada pelos EUA e hoje é controlada pela parisiense Fimalac e a nova-iorquina Hearst Corporation (IOANNOU, 2013, p. 2-3). Em função dessas considerações, *o objeto de pesquisa do trabalho é a atuação das empresas Standard and Poor's e Moody's na avaliação de títulos de dívida de Estados soberanos.*

As escalas utilizadas pelas duas AACs a serem analisadas nessa dissertação estão abaixo. Dentro do espectro de símbolos e da hierarquia de notas, os julgamentos são divididos em dois grandes grupos: títulos para investimento e para especulação (*junk bonds*), como podemos visualizar na Imagem 1. A S&P's possui a escala de notas mais conhecida internacionalmente, sendo copiada por outras AACs – como é o caso da Fitch Ratings.

Além de emitirem tal nota, as AACs também fazem previsões sobre a possibilidade de mudança na nota do título - isto é, as agências fiscalizam os agentes devedores após emitirem sua avaliação sobre eles. Os *rating outlooks*, como são chamadas essas previsões, são divididos em três grupos: positivo, estável e negativo. Os *outlooks* são mais voláteis que as notas, respondendo de maneira mais imediata aos eventos da realidade que as notas. Apesar deles de fato serem importantes – com as mudanças de *outlooks* provocando impactos no SFI (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2010) – são poucas vezes em que *outlooks* levam a mudanças de notas. Assim, como esse trabalho se propõe a analisar a atuação das AACs de maneira mais ampla e de longo prazo, eles serão menos utilizados nessa dissertação, podendo vir a ser o foco de estudos futuros.

Imagem 1: Classificação das Agências de Avaliação de Crédito

Classificações das agências de risco

Fitch Ratings	Moody's	Standard & Poor's	Significado na escala
AAA	Aaa	AAA	Grau de investimento com qualidade alta e baixo risco
AA+	Aa1	AA+	
AA	Aa2	AA	
AA-	Aa3	AA-	
A+	A1	A+	
A	A2	A	
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	Grau de investimento, qualidade média
BBB	Baa2	BBB	
BBB-	Baa3	BBB-	
BB+	Ba1	BB+	Categoria de especulação, baixa classificação
BB	Ba2	BB	
BB-	Ba3	BB-	
B+	B1	B+	
B	B2	B	
B-	B3	B-	
CCC	Caa1	CCC+	
CC	Caa2	CCC	
C	Caa3	CCC-	
RD	Ca	CC	
D	C	C	
		D	

Fonte: Fitch Ratings; Standard & Poor's; Moody's



Infográfico atualizado em 5/5/2016

Fonte: (G1, 2016)

Dado o tema o objeto da dissertação, os objetivos deste trabalho são:

Expor como diferentes correntes teóricas compreendem o processo de financeirização do Sistema Financeiro Internacional

Descrever o processo de ascensão das agências de avaliação de crédito, relacionando este processo ao próprio processo de financeirização do Sistema Financeiro Internacional.

Analisar as fontes de poder das AACs no SFI e as relações que as agências possuem com outros atores do sistema.

Examinar a relação entre a Economia Política Internacional (EPI) e as AACs.

Dentro desses objetivos, procurar-se-á defender principalmente três hipóteses: 1) a atuação do duopólio Moody's e S&P's no SFI contemporâneo é relevante; 2) ela tem como consequências a criação e manutenção de hierarquias entre os Estados no SFI; 3) alguns Estados procuram desafiar essa hierarquização através da luta pelo poder de avaliação retido pelas AACs estadunidenses. A linha de raciocínio teórica que conecta as hipóteses e estrutura o trabalho é a seguinte:

1. As AACs possuem poder no SFI devido a suas duas fontes de poder: a regulação e a metodologia.
2. Dentre essas duas fontes de poder, a regulação é a principal, pois ela historicamente incentivou a utilização massiva das agências e delimitou a ampla concorrência entre as AACs, garantindo o duopólio da emissão de avaliações para a Moody's e na S&P's. Ela pode ser dividida em regulação estatal e privada.
3. A regulação utilizada pelos Estados relaciona fortemente Estados e AACs. Dessa forma, é necessário se desprender de análises que enxergam a dicotomia Estado *versus* Capital e utilizar teorias que compreendem a relação intrínseca entre esses dois atores.
4. Utilizando da Economia Política Internacional para realizar essa união, é possível compreender as AACs dentro de duas visões teóricas: a criação e manutenção de hierarquias entre o Centro e a Periferia do SFI; a luta de Estados nacionais por poder.
5. Em relação à primeira, as AACs criam e mantêm hierarquias através da forma como suas fontes de poder agem e impactam os diferentes países, com os países periféricos sendo os mais vulneráveis a essas ações e impactos. As agências não seriam os elementos centrais na criação das hierarquias no SFI – isso é, elas não são suficientes para a explicação do fenômeno –, mas são agentes que ajudam a fortalecer esse *gap*. As agências, portanto, são mais um meio de reafirmação da hegemonia estadunidense e das disparidades de poder já existentes entre os Estados do Centro e da Periferia global.
6. Em relação à segunda, as AACs estadunidenses, Moody's e a S&P's, retêm atualmente o poder de avaliação, isto é, o poder de julgar a capacidade de pagamento de dívida. A retenção desse poder no duopólio, além de criar a hierarquia Centro e Periferia, traz benefícios para os Estados que impulsionaram o crescimento das agências – nesse caso, os EUA. Para além dos benefícios dos EUA, Estados com agências que retêm maior poder de avaliação são menos vulneráveis às ações das AACs. Dessa forma, surge uma luta pelo poder de avaliação global entre os Estados nacionais. A luta pelo poder de avaliação se intensificou nos últimos anos, principalmente no período pós-crise de 2008, com Estados, e suas agências, procurando confrontar o poder de avaliação estadunidense para diminuir o grau de vulnerabilidades dos seus títulos nacionais.

Dado o alto caráter teórico dessa dissertação, é necessário entender qual o quadro teórico que será utilizado. A Economia Política Internacional, nesse sentido, é o construto teórico essencial, mas eu não seguirei exatamente o que é colocado na literatura ocidental como EPI. A EPI tradicional, como a chamarei daqui em diante, tem em suas referências principais os trabalhos de autores estadunidenses como Gilpin e Kindleberguer e procura entender a relação entre Estados e Mercados no Sistema Internacional Contemporâneo (COHEN, 2008).

O embasamento teórico que será utilizado aqui utiliza essas fontes, mas insere nas análises outros olhares. Primeiro, ele conversa com o que Cohen (2008) chama de EPI britânica, fundada principalmente nos escritos de Susan Strange sobre o poder estrutural. Além disso, encaixa nele a visão de Sistemas-Mundo de Wallerstein, contrastando o Centro com o Periferia, e tem um olhar na condição de subdesenvolvimento teorizada pelos estruturalistas latino-americanos. A EPI deste trabalho, nesse sentido, se desenvolve a partir dos estudos de Economia Política Internacional publicados por Fiori (2004a; 2004b) e Tavares (1997) e desenvolvidos por outros autores da Universidade Federal do Rio de Janeiro. De maneira resumida – já que vamos destrinchar esse ponto no capítulo 1 –, tais estudos combinam uma análise sobre a importância dos Estados para as criações e expansões dos processos econômicos mundiais, enfatizando as lutas das potências pelo poder monetário e financeiro globais; com uma ênfase nos benefícios para os Estados Unidos e outros Estados Centrais dos sistemas econômicos vigentes em detrimento dos Estados Periféricos.

A metodologia do trabalho, por sua vez, vai partir das hipótese e propósitos da dissertação. Dado o tema do trabalho, as agências de avaliação de crédito, a delimitação do tema, as análises de avaliações soberanas pelo duopólio Standard and Poor's e Moody's, e a hipótese, a tentativa de encontrar a criação de hierarquias e lutas pelo poder de avaliação no SFI a partir da atuação das agências e dos Estados, escolhe-se como metodologia uma análise teórica e de revisão bibliográfica sobre o SFI e o papel das agências no SFI contemporâneo. *A tentativa de sintetizar estudos teóricos e empíricos anteriores e propor novas maneiras de enxergar as problemáticas normalmente apontadas quando as AACs são analisadas é o propósito por excelência desse trabalho.*

Muitos estudos já foram realizados sobre as AACs a partir de métodos estatísticos e econométricos. Esse fator, alinhado ao propósito teórico deste trabalho, levou-me a optar pela utilização e comparação entre estudos estatísticos já realizados para o desenvolvimento da dissertação, e não a elaboração de um estudo estatístico

próprio. Nesse sentido, o trabalho vai ao encontro de outros trabalhos de EPI sobre o assunto, como o de Silclair (2005) e Paudyn (2014), ao procurar entender de maneira ampla o papel das AACs no SFI, não comprovando a partir de um estudo econométrico específico essa ou aquela maneira no qual as agências impactam no sistema.

É importante ressaltar que a utilização dessa metodologia e campo teórico específico possui claras limitações, que reduzem o que o trabalho está se propondo a fazer. Além de não ser um estudo econométrico, esse trabalho não se propõe a estudar as intenções ou os discursos dos atores envolvidos: não falaremos sobre as políticas externas dos Estados ou as políticas e interesses das AACs. O foco desse trabalho está exclusivamente nas atuações dos diferentes atores e as consequências – que eles não controlam inteiramente – dessas atuações para os outros atores e o SFI.

Nesse sentido, o trabalho se realizará a partir de três capítulos. O primeiro capítulo realiza uma explanação sobre o conceito e a história da ascensão da financeirização, com o objetivo de contextualizar a ascensão das AACs no cenário financeiro contemporâneo. Três correntes teóricas de Economia Política serão apresentadas: o *mainstream* ortodoxo, que insere o SFI contemporâneo como uma resposta natural ao aumento das capacidades tecnológicas e à desregulamentação financeira; o keynesianismo, que enxerga a financeirização a partir da ótica capitalista produtivista versus rentista e demonstra o fenômeno das bolhas de especulação financeira; as visões marxistas, que se debruçam na necessidade de transformação do Capital após o fim do Estado de Bem-Estar Social. Por último, será articulada uma visão da financeirização a partir do campo disciplinar da Economia Política Internacional, que enxerga a financeirização como uma articulação dos EUA para a manutenção da sua hegemonia.

O segundo capítulo descreve a ascensão das agências de avaliação de risco nesse ambiente de financeirização. Partindo da análise de Helleiner (1994) de que nada de automático existe quando pensamos a articulação do Sistema Financeiro Internacional, resta nos perguntarmos como as agências historicamente passaram a ter um papel de destaque na ordem do sistema. Para responder a isso, primeiramente elaborei um breve histórico sobre a criação, relativo declínio e ressurgimento das AACs no SFI contemporâneo, não esquecendo das crises que abalaram a confiança da comunidade internacional nas últimas décadas. Posteriormente, passarei a analisar e debater as principais fontes de poder das agências e as relações entre Estados, empresas e AACs que se estabelecem a partir dessas fontes.

O terceiro e último capítulo relaciona-se com o objeto e a hipótese central da dissertação, procurando relacionar os constructos teóricos debatidos no capítulo 1 com a atuação das agências descrita no capítulo 2. Para isso, primeiro relacionarei a atuação das agências às teorias marxistas, keynesianas e ortodoxas. Por fim, procurarei uma análise a partir da EPI. Ela será realizada em dois níveis. Primeiro, procurarei inserir a ação e o impacto das agências na criação e manutenção de hierarquias no SFI, colocando quais os benefícios da atual concentração do poder de avaliação no duopólio estadunidense para países Centrais em detrimento dos Periféricos. Segundo, analisarei como historicamente se construiu o poder de avaliação estadunidense e quais são os benefícios para os EUA advindos desse poder e, em um segundo momento, analisarei alguns exemplos de lutas pelo poder de avaliação retido pelas AACs, principalmente analisando os casos europeu, chinês e russo. Essas lutas procuram seguir o exemplo histórico estadunidense, que primeiro obrigou seus mercados a utilizarem as AACs, o que garantiu o ganho de reputação das AACs nacionais, e depois expandiu o poder das AACs globalmente, tanto pela expansão natural dos seus mercados financeiros internacionalmente quanto por meios extra econômicos, sejam eles políticos ou diplomáticos.

Em relação à justificativa do trabalho, o tema escolhido para a dissertação possui tanto relevância para a academia quanto para a sociedade em geral. A partir principalmente da crise do *subprime* de 2008 – quando as agências foram indicadas entre as maiores responsáveis pela origem e pela magnitude da crise – o funcionamento e as falhas das AACs começaram a ser mais analisadas, e os governos passaram a procurar meios para diminuir a importância das agências para a manutenção do sistema financeiro. Surgiram, desde então, iniciativas investigativas e governamentais críticas às agências, que buscam uma maior compreensão de como funciona o processo de avaliação de um título pelas agências e uma maior identificação dos problemas inerentes a tais agências e suas avaliações.

Por outro lado, passado o momento provocado pela crise econômica, as agências de avaliação de crédito voltaram ao *status quo*. Quando ocorrem crises no sistema financeiro, tanto a academia quanto a sociedade procuram entender mais as agências; tal esforço, porém, é passageiro, com tais agências voltando a gozar de sua aura de mistério e confiabilidade cega no momento pós-crise. Nesse sentido, ainda que não faltem matérias jornalísticas ou artigos de opinião sobre o assunto, ainda são poucos trabalhos acadêmicos mais aprofundados que tem como tema as AACs. Em português

o vácuo é ainda maior, com estudos brasileiros especificamente sobre o assunto sendo esparsos e recentes, mas com contribuições importantes de Marco (2014) e Freitas (2014). Além disso, a própria delimitação do tema limita a bibliografia passível de ser utilizada no trabalho, visto que a maioria das publicações sobre as agências se concentra nas avaliações de empresas, e não de Estados soberanos.

Continuando com as justificativas, o trabalho é original não só na escolha de objeto mas ao utilizar uma abordagem diferente da tradicional para a análise do tema. Já existem trabalhos de Economia Política Internacional sobre o assunto, com o de Sinclair (2005) e o de Paudyn (2014). A Economia Política Internacional utilizada aqui, porém, não é a tradicional, mas sim àquela relacionada aos escritos de Fiori e Tavares, como já mencionado. Dessa forma, toda a compreensão sobre as agências parte de uma base teórica que ainda não tratou desse tema especificamente.

A existência de uma lacuna de produção de conhecimento mais profundo sobre os efeitos das agências de rating nos Estados nacionais, portanto, atribui relevância acadêmica para o trabalho. A relevância social, por sua vez, advém do fato dessas agências, como o trabalho procurará demonstrar, influenciarem nas políticas econômicas de Estados, o que leva à importância do maior conhecimento sobre como essas agências funcionam.

A atuação das AACs é especialmente importante no caso brasileiro. Moody's classificou pela primeira vez o governo brasileiro em 1986, seguida pela Standard & Poor's em 1994. Além do Estado nacional, várias Unidades Federativas brasileiras atualmente têm notas emitidas pelas AACs estadunidenses, como São Paulo, Santa Catarina e Maranhão. O fato da Lei de Responsabilidade Fiscal proibir os estados de emitirem dívida e os estados ainda sim recorrerem às AACs demonstra quanto os agentes governamentais acreditam na importância dos *ratings* – se não para averiguar a credibilidade de seus títulos de dívida, para atrair investimentos estrangeiros a partir de um selo de qualidade reconhecido internacionalmente.

Durante os anos 1990, as agências foram um dos agentes relevantes para o escalonamento da crise na Balança de Pagamentos brasileira, visto que seus constantes rebaixamentos dos títulos do Estado brasileiro levaram a fugas de capitais estrangeiros e à diminuição dos valores das ações brasileiras nas bolsas internacionais. No início dos anos 2000, uma rápida melhora nas avaliações foi sucedida por mais rebaixamentos de notas, principalmente devido ao “risco país” associado a uma possível eleição de Lula. Na maior parte dos governos Lula e Dilma, porém, as avaliações foram positivas, com

o país atingindo o grau de investimento em 2008. A partir da crise política de 2013, porém, reiniciam as ameaças e os rebaixamentos das avaliações pelas agências (FREITAS, 2014, p. 48-58). Dessa forma, é possível concluir, ainda que de maneira preliminar, que existe um conteúdo qualitativo das avaliações das AACs para o caso brasileiro, o que leva a necessidade de maior entendimento da atuação dessas agências por acadêmicos brasileiros.

Apesar de ser um trabalho desafiador, devido à originalidade do tema, a produção bibliográfica já é suficiente para seu estudo, ainda que ele possa vir a ser de caráter mais exploratório. Os desdobramentos da crise de 2008 levaram as agências, devido à pressão dos governos e organizações internacionais, a procurarem ser mais transparentes, publicando documentos mais detalhados sobre seu processo de avaliação e suas eventuais mudanças. Além disso, surgiram, principalmente a partir de 2008, respostas de outros Estados à atuação das AACs do duopólio, que trouxeram maior material para comprovação da ideia da luta pelo poder de avaliação, principalmente via regulação. Nesse sentido, nos últimos anos passou a existir uma bibliografia de fontes primárias que viabiliza a realização de um trabalho de caráter mais empírico – algo um tanto aventurado no terceiro capítulo da dissertação.

1. A EMERGÊNCIA DAS FINANÇAS NO MUNDO GLOBALIZADO: UM QUADRO TEÓRICO.

O fenômeno das finanças é um assunto deveras polêmico entre economistas. No início da Economia Política, a esfera financeira não mereceu tanta atenção, pois o objetivo dos primeiros economistas era comprovar que estava na esfera da produção a realização de valor e riqueza de uma nação – isso não significando, evidentemente, que não existam contribuições importantes deles sobre o assunto. Com a expansão do capitalismo, tanto em termos de aumento da produção quanto geograficamente, a necessidade de investimento e os meios de adquiri-lo impuseram a criação e o estudo sobre instituições não relacionadas à produção, mas fundamentais para o funcionamento do sistema capitalista. Os bancos e as bolsas de valores, nesse sentido, foram os atores mais importantes. Tanto autores da ortodoxia, neoclássicos e neoliberais, quanto da heterodoxia, keynesianos e marxistas, procuraram entender esse fenômeno e adicioná-lo às suas explicações teóricas sobre o capitalismo.

Não é do escopo deste trabalho, entretanto, realizar um estudo sobre a história das finanças; o objetivo dele, pelo menos nesse capítulo, é entender como diferentes teorias econômicas interpretam o que está acontecendo no capitalismo contemporâneo, dentro de um fenômeno que é comumente conhecido como financeirização e que teria começado nos anos 1980. Várias são as definições desse fenômeno, não existindo um consenso sobre seu significado (EPSTEIN, 2005b, p. 3). Diferentes conceitos e definições levam a diferentes interpretações e desdobramentos. O conceito financeirização está, mais relacionado às tentativas de confrontar o pensamento ortodoxo, e os termos globalização financeira e desregulamentação financeira são mais amplamente utilizados e aceitos por outras correntes teóricas. Ao meu ver, entretanto, todos esses conceitos estão relacionados a um fenômeno específico da contemporaneidade que todos os autores identificam.

Colocarei aqui, a definição que será utilizada nessa dissertação, e que acredito que gerariam consenso entre todos os autores que serão aqui discutidos. Epstein (2005a, p. 3) define a financeirização como “um processo associado com o aumento do papel dos motivos, mercados, atores e instituições financeirizadas na operação das economias domésticas e internacionais”.

Nesse sentido, alguns fatos estilizados⁴ normalmente identificados como parte da financeirização são elevações: do nível de alavancagem dos bancos; dos processos de desregulamentação financeira; do número de inovações financeiras; da frequência de formação e estouro de bolhas financeiras; dos lucros das instituições financeiras em comparação com instituições não-financeiras; da parcela do produto nacional relacionado a ganhos financeiros; das taxas de juros; e da importância dos detentores de ativos financeiros (*stakeholders*) para as decisões das empresas. Diferentes visões sobre o fenômeno vão dar mais ou menos importância para certos fatos estilizados, isto é, escolher entre este ou outro fato para construir sua narrativa acerca da financeirização.

Antes de apresentar as visões que são discutidas aqui, é importante entender alguns conceitos e fatos estilizados relacionados à financeirização. Torres (2014, p. 438–9) indica três fenômenos próprios ao que ele conceitua como globalização financeira: a criação de derivativos, a securitização e a criação e reformulação de novos agentes financeiros. Em relação a criação de derivativos, este fenômeno surge em função do aumento dos riscos advindo do maior número de informações próprio ao sistema financeiro desregulado. Eles redistribuem esses riscos, isto é, relegam o risco de um título ou de uma flutuação de preço a outro agente que não o investidor. A securitização, por sua vez, é o fenômeno mais amplo de transferência de direitos de ganhos como juros e amortizações a terceiros, transformando-os em ativos mais líquidos e liberando-os para os mercados secundários. A utilização de derivativos é uma das maneiras de securitizar um título. Dessa forma, os balanços dos bancos e empresas permanecem líquidos, e, no caso dos bancos, evita-se a necessidade (ou imposição Estatal) de maiores reservas (ou de requerimentos de capital). Essas e outras inovações financeiras garantem que o nível de alavancagem dos atores no sistema financeiro seja cada vez maior e permitem que o sistema seja retroalimentado.

Por último, evidencia-se a criação de novos atores e mudança no perfil de velhos atores. Em relação a novos atores, temos como exemplos os fundos de pensão e fundos hedge – esses últimos ganhando dinheiro com apostas nas imperfeições e volatilidades do mercado de capitais (MALLABY, 2010). A terceirização de atividades tradicionalmente relegadas aos bancos, como avaliação de riscos e captação de recursos de curto prazo, garante a explosão de novos atores. A repaginação de velhos atores também é fundamental. As empresas, por um lado, também entraram no processo de financeirização, em três sentidos. Primeiro, elas não precisam mais de crédito bancários para financiamentos de longo prazo – elas próprias arrecadam crédito

⁴ Um fato estilizado é uma aproximação teórica de um fenômeno observado empiricamente. Um fato estilizado pode ter maior ou menor sucesso em prever o comportamento da variável estudada.

nos mercados a partir da emissão de títulos (LAPAVITSAS, 2012, p. 28). Segundo, suas estratégias estão sendo cada vez mais determinadas pelas vontades daqueles quem detém suas ações, os *shareholders*. Terceiro, as próprias empresas começaram a criar subáreas especializadas na atuação e especulação nos mercados financeiros.

Os bancos precisam de um cuidado especial na hora da análise. No período anterior à financeirização, os bancos eram os grandes fornecedores de crédito ao sistema, utilizando a estratégia de captar a curto prazo e investir a longo, e, dessa forma, financiando empresas e indústrias e intermediando as transações de crédito. Com a financeirização, o crédito bancário perdeu lugar aos mercados de capitais, isso é, a intermediação bancária deu lugar à possibilidade das empresas se financiarem nos mercados. Os bancos, porém, não perderam espaço no SFI. Eles passaram a atuar cada vez mais como os outros agentes financeiros, especulando e criando fundos de investimento. As reservas e retenções obrigatórias de capital, em um contexto de securitização, não limitam mais sua atuação (SEN, 2010, p. 4–5): no que ficou chamado de método de *originar e distribuir*, os bancos arrecadam ativos, os securitizam e os redistribuem nos mercados financeiros.

Apesar disso, os bancos mantiveram sua prerrogativa de emissão de crédito, são os únicos atores que podem injetar liquidez no sistema via multiplicador monetário e possuem relações mais íntimas com os Estados – sendo, portanto, mais confiáveis aos olhos dos investidores do que os outros agentes. Em um contexto de aumento dos riscos, essa prerrogativa coloca os bancos em posição ímpar no sistema. Os grandes bancos, além disso, ainda têm a segurança de serem “grandes demais para quebrar”, isto é, de serem aqueles cuja eventual falência é considerada pelos Estados demasiado prejudicial para a economia nacional. Os bancos se consolidam, assim, como os maiores agentes do sistema financeiro contemporâneo (TORRES, 2014, p. 439; 442).

Além de uma explicação de novos conceitos e atores que atuam no fenômeno da financeirização, dados também confirmam sua relevância. É estimado que 75-80% das transações financeiras globais não estão associadas com o fluxo de bens ou serviços financeiros (RATAJCZAK, 2011, p. 203). O Banco Internacional de Compensações calculou que o volume diário de transações cambiais se totaliza em 1,9 trilhões de dólares por dia em 2004, em contraste com 570 bilhões por dia em 1989, e os fundos arrecadados nos mercados financeiros como uma porcentagem das exportações mundiais subiu 0,5% em 1950 para 20% em 1996 (EPSTEIN, 2005a, p. 4). Em relação à securitização, seu volume era inexpressivo durante os anos 1990, mas cresceu vertiginosamente nos últimos anos de 1990 e do início dos anos 2000,

chegando a 5 trilhões em 2006 (TORRES, 2014, p. 438). São aumentos quantitativos tão expressivos que produzem necessariamente mudanças qualitativas.

Identificar a existência de um fenômeno a partir de fatos estilizados, conceitos e dados, porém, não é suficiente – é necessário entender suas causas constituintes e como incorporar esse fenômeno nas teorias já existentes sobre o desenvolvimento capitalista. Algumas perguntas, nesse sentido, devem ser respondidas. Proponho cinco delas: 1) qual a (nova) relação entre a esfera produtiva e a esfera financeira?; 2) a financeirização é um fenômeno novo ou uma reformulação e expansão de um fenômeno clássico da evolução do capitalismo?; 3) qual a relação da financeirização com os Estados?; 4) qual sua relação com o crescimento econômico?; 5) quais são os impactos desse fenômeno nas sociedades capitalistas?

As diferentes teorias econômicas vão tentar responder essas perguntas de acordo com seus pressupostos e lógicas. Inicialmente, existe o que seria uma explicação *mainstream* da financeirização, praticada pela ortodoxia, que explica o fenômeno como decorrendo de razões “naturais”, como o transbordamento dos mercados de capitais americanos, ou por conta do surgimento de inovações tecnológicas e institucionais mercadológicas (COHEN, 1996, p. 274). Ela normalmente é pensada a partir do conceito de *desregulamentação financeira*. Como oposição a ela surgem teorias heterodoxas que procuram contextualizar o fenômeno dentro da evolução do sistema capitalista e do sistema interestatal. Eu proponho aqui, nesse sentido, uma divisão que englobe o *mainstream* e as diversidade das teorias heterodoxas⁵ e que se desenvolve da seguinte forma: 1. A análise ortodoxa; 2. A crítica pós-keynesiana; 3. As análises marxistas; 4. A visão da Economia Política Internacional.

Elaborei um quadro sintético (a Tabela 1) de como as correntes que serão estudadas respondem às perguntas elaboradas acima – ainda que a visão da EPI não entre no quadro pois ela é um campo disciplinar, e não uma corrente teórica, e não se propõe a responder essas perguntas de maneira uniforme. Visto que o objetivo do trabalho não é um estudo aprofundado sobre as teorias da financeirização, me atenho a postular generalizações e sínteses que simplificam não só correntes teóricas, mas todo um campo de estudos que tem se expandido nas últimas décadas. Em termos metodológicos, esse capítulo tem como objetivo gerar tipos ideais e mostrar para o leitor leigo diferentes maneiras de enxergar a financeirização. Para isso,

⁵ Importante ressaltar que eu não estou esgotando as vertentes teóricas que falam sobre financeirização a partir dessa divisão em quatro visões. Por exemplo, para ver uma perspectiva institucionalista, ver Ratajczak (2011). Esse autor coloca que muitas das ferramentas utilizadas para entender o processo de financeirização são institucionalistas, como as análises sobre a importância dos laços entre o poder político e o econômico, o papel das regulações e a importância da assimetria de informações.

não se priorizou caracterizar autores dentro de correntes teóricas, por vezes se utilizando de diferentes escritos de um mesmo autor para exemplificar diferentes visões.

Tabela 1. Quatro sintético de visões sobre o fenômeno da financeirização

<u>Pergunta</u>	<u>Ortodoxia</u>	<u>Keynesianismo</u>	<u>Marxismo</u>
Qual a relação entre a esfera produtiva e a esfera financeira?	Ambos, estando liberalizados e desregulados, entram em equilíbrio.	A esfera financeira pode impulsionar a produtiva ou pode se descolar dela e ocasionar bolhas e instabilidade no sistema.	Ambos são parte do Capital: esfera financeira reflete a produtiva, sem descolamento.
Financeirização é um fenômeno novo ou uma reformulação e expansão de um fenômeno clássico?	Reformulação de um fenômeno clássico. Com a desregulamentação, as finanças voltam a ter um lugar negado pelo Estado durante boa parte do século XX.	Reformulação de um fenômeno clássico. Bolhas especulativas sempre existiram, e comportamento rentista também, mas sem regulamentação eles ganham força.	É um fenômeno novo, relacionado a tentativas do capital de se reorganizar e encontrar novos meios de acumulação ⁶ .
Qual a relação da financeirização com os Estados?	Estados são o problema. Quanto menos Estado, mais desregulamentação e consequente expansão do campo das finanças na economia.	Estados são a solução. Estado teve historicamente o papel de conter os ímpetos rentistas e controlar bolhas especulativas.	O Estado é cooptado pelo processo. Estado e finanças estão, em última instância, alinhados. Estado é o garantidor da perpetuação do sistema.
Qual a relação da financeirização com o crescimento?	Positiva: quanto mais líquidos os mercados, mais possível realizar investimentos. Democratização leva a crescimento via consumo.	Negativa: rentistas ganhando forças diminuem quantidade de capital investido em produção e investimento de longo prazo.	Negativa: especulação não gera crescimento econômico, e bolhas instabilizam trajetórias de desenvolvimento.
Quais são os impactos desse fenômeno nas sociedades capitalistas?	Democratização do crédito, expansão do consumo, todos tem	Instabilidade econômica e diminuição do crescimento causam problemas sociais.	Flexibilidade e dominação do trabalho, maior exploração,

⁶ Essa questão não é consenso entre marxistas, com vários autores importantes divergindo dessa análise – veremos essas divergências mais adiante. Para efeito do quadro sintético, porém, optei por colocar que é um fenômeno novo pois é como os autores marxistas que mais utilizo ao logo desse capítulo vêm essa questão.

	acesso à financeirização.		arraigamento do campo social financeiro.
--	------------------------------	--	---

1.1.A Análise Ortodoxa

Na análise ortodoxa, ou *mainstream*, o que houve nas últimas quatro décadas em relação ao sistema financeiro é um processo de desregulamentação que permitiu que inovações financeiras e tecnológicas ganhassem cada vez mais espaço. Esse processo está associado à queda do keynesianismo e à ascensão dos ideários neoliberais. A partir de inovações nos mercados financeiros e o desenvolvimento de pensamentos contrários ao pensamento keynesiano, acadêmicos da Escola de Chicago, empresários e banqueiros foram aos poucos impondo suas preferências aos Estados. Segundo esses, crises financeiras são provocadas por regulações excessivas que impedem as crises de serem rapidamente autocorrigidas. Todo esse processo está fundamentalmente relacionado, tanto acadêmica quanto politicamente, aos Estados Unidos. Como essa narrativa acerca da financeirização é a mais amplamente divulgada, me limitarei a realizar uma rápida síntese.

Miller (1999), professor da Escola de Chicago, escreve sobre a “História das Finanças”, enxergando a evolução acadêmica do campo de pesquisa nos EUA. O autor coloca que o início das “finanças modernas” é de 1952, com a publicação do artigo de Henry Markowitz sobre seleção de portfólio, onde se define pela primeira vez os termos risco e retorno. A pesquisa sobre finanças, desde então, é dividida entre duas escolas, uma relacionada à administração, que trabalha de maneira mais individual, com o propósito de formar agentes do mercado financeiro; e a escola relacionada aos departamentos de economia, que possuem uma visão mais macro. Ambas, porém, são essencialmente positivistas e normativas, além de possuírem a mesma metodologia: “o artigo normal nos periódicos sobre finanças nos últimos quarenta anos tem duas seções principais: a primeira fornecendo o modelo, e a segunda fornecendo dados do mundo real que são consistentes com o modelo” (MILLER, 1999, p. 96).

Essa metodologia, extremamente relacionada com modelos matemáticos, porém, não ascendeu ao longo do século XX de maneira natural, como o artigo de Miller deixa parecer. A ascensão dessa maneira de enxergar as finanças faz parte da ascensão do movimento neoliberal como um todo na academia e na política estadunidenses. Ainda que este só tenha se imposto como *mainstream* nos anos 1980, desde os anos 1930 o ideário neoliberal já vinha sendo estudado e difundido por seus defensores. Para lutar contra a base ideológica do Estado de Bem-Estar social e evidenciar os efeitos inflacionários e de retenção de crescimento do

keynesianismo, foram articulados centros de pesquisa pelos EUA, ou *think tanks*, financiados por grandes empresas. Com a crise política, econômica e social dos anos 1970, o consenso keynesiano perdeu força, e o neoliberalismo já possuía bases acadêmicas e ideológicas para tomar o seu lugar (GROS, 2008).

O ideário neoliberal, nesse sentido, possui propostas muito claras em relação à esfera financeira. A restrição de fluxos de capitais, para os autores dessa corrente, é causa da crise dos anos 1970 e impediu o crescimento econômico. Foram necessários, porém, desenvolvimentos políticos para que o ideário acadêmico neoliberal passasse a ser a norma de política econômica e promovesse a desregularização financeira da economia americana. O passo inicial e fundamental, que normalmente é colocado na literatura ortodoxa como o início da desregulamentação financeira, foi a suspensão da conversibilidade do dólar em ouro, em 1971, que acabou com o sistema de Bretton Woods. A partir de então, surge um cenário onde fluxos e inovações financeiras se espriam e promovem mais ondas de desregulamentação, com tentativas de conter os fluxos sendo limitadas, fracas e, em última instância, inúteis (THE ECONOMIST, 2008). Alguns exemplos de inovações tecnológicas: em 1972, criam-se os mercados cambiais futuros; em 1973, os contratos de opções; em 1975, os contratos futuros de taxas de juros. Inovações antigas também ganharam força, com os derivativos explodindo nos anos 1980. Os swaps também eram velhos conhecidos que ganharam nova força: antes apenas usado em transações cambiais, passaram também a atuar em taxas de juros e de crédito. Essas inovações tecnológicas são vistas como positivas para o pensamento ortodoxo ao espalharem os riscos e, pela securitização, garantirem maior liquidez e estabilidade ao sistema.

Em relação à desregulamentação, as vitórias nas eleições de Ronald Reagan, nos EUA em 1981, e Margareth Thatcher, na Inglaterra em 1978, marcaram o alinhamento político definitivo com os preceitos ideológicos advogados pelos neoliberais. Reagan e Thatcher ouviram as ideias de Chicago e as colocaram em prática: ocorreu uma simbiose entre os interesses do Estado e o Capital Financeiro, que se estenderá pelas décadas posteriores. Os governos extinguiram controles para fluxos de capitais, o que permitiu instituições financeiras, como fundos de pensão e bancos, moverem dinheiro internacionalmente. Nos EUA, o ato de Reinvestimento comunitário de 1977 obrigou os bancos a democratizarem sua disponibilidade de créditos. O ato Glass-Steagall, por sua vez, era fundamental para a regulação do mercado, ao segmentar bancos comerciais e de investimento, e foi abolido em 1999, levando ao crescimento do tamanho e importância dos bancos nesse novo sistema financeiro desregulado. O governo americano também impulsionou suas empresas federais do mercado imobiliário a democratizarem a sua oferta de empréstimos durante os anos 1990.

Dessa forma, delineou-se um sistema financeiro nos EUA nos últimos 40 anos que está relacionado ao ganho de liberdade das empresas, que, assim, cresceram e se expandiram pelo mundo. Outro aspecto positivo normalmente citado pela visão ortodoxa da financeirização é seu impacto social, relacionado à chamada *democratização do crédito*. O mercado financeiro não está mais limitado aos grandes capitalistas e sim à toda população, pois, com a securitização, espalham-se os riscos de conceder empréstimos a pessoas das classes mais baixas. Por último, a desregulamentação também está associada ao crescimento econômico do final do século XX e início do XXI, pois não só a liberalização dos mercados financeiros aumenta a eficiência da alocação eficiente de capitais, devido ao o aumento da profundidade e liquidez dos mercados financeiros, mas também a democratização do crédito aumenta o consumo das famílias e desestimula a poupança (THE ECONOMIST, 2008) – ainda que recentemente estudos dentro do arcabouço do *mainstream* estão começando a mostrar alguns limites ao processo, identificando problemas que surgem com o inchaço dos mercados financeiros (ARCAND; BERKES; PANIZZA, 2012).

Finalmente, sobre as respostas à crise de 2008 o artigo de Spiegler e Milberg (2013) tem como objetivo pensar que, diferentemente da crise de 1929, que levou a discussões profundas sobre teoria econômica, a crise de 2008 não trouxe discussões na elite acadêmica ortodoxa. O que foi produzido nas universidades estadunidenses foi o consenso de que é necessário não só continuar utilizando a visão consensual, mas aprofundá-la, melhorando os modelos matemáticos para encapsular o aumento da complexidade dos mercados financeiros. No máximo, a inclusão de alguns conceitos keynesianos, como a agitação e incerteza dos mercados, nos modelos macroeconômicos, é proposta por alguns acadêmicos do *mainstream*.

As críticas a essa visão estarão presentes em todo o resto do capítulo, pois as teorias keynesianas, marxistas e de EPI são respostas à ortodoxia. De maneira geral, as teorias de financeirização ortodoxas, de acordo com a crítica heterodoxa, “tratam tudo ligado à financeirização como como indicação de mudanças naturais na economia de mercado que não fornecem justificativa suficiente para revisões paradigmáticas ou mudanças para modelos e teorias fundamentais” (RATAJCZAK, 2011, p. 202).

1.2 A Crítica Pós-Keynesiana

À parte da teoria liberal ortodoxa, sintetizada acima, a teoria keynesiana é a outra corrente teórica que consegue, mesmo que timidamente, chegar ao *mainstream* - ainda que, geralmente, ela surge apenas em momentos de crise do sistema. Ela é uma teoria que, em última instância,

não busca mudar as bases do capitalismo, ou até mesmo da teoria ortodoxa, mas apenas refinar essas bases de modo a sanar suas crises, o que, justamente, contribuiria para a manutenção do capitalismo como sistema econômico. Para tal manutenção, a regulação do mercado é (geralmente) vista como normativa fundamental.

A análise pós-keynesiana do fenômeno da financeirização acaba se transformando, porém, em uma crítica profunda ao modelo ortodoxo de equilíbrio dos mercados, pois as crises financeiras demonstram um nível de instabilidade do sistema capitalista – uma instabilidade endêmica e estrutural, e não acidental. Tais crises, para o pós-keynesianismo, identificadas como o fim de um momento de mania, o estouro de uma bolha, e são o resultado da expansão e predominância do comportamento rentista no sistema durante um certo período. Elas são recorrentes no capitalismo desde antes da revolução industrial – a primeira delas datando de 1636 (KINDLEBERGER; ALIBER, 2005, p. 9) – e aumentaram quantitativamente nos últimos 40 anos. Dessa forma, o fenômeno da financeirização para os pós-keynesianos tem como consequência a criação de bolhas especulativas maiores e mais frequentes no SFI.

Central para pensar nas causas dessas bolhas é a questão do rentismo, já identificada nos escritos de Keynes. Sotiropoulos (2011, p. 102-3) identifica que, da mesma forma que David Ricardo analisou o comportamento do rentista de terra, Keynes analisou o do rentista de capital: uma classe social essencialmente não produtiva que retém poder a partir da exploração da escassez de capital líquido. O aumento da importância de tal classe tem como consequência o aumento da especulação e a redução da demanda efetiva e do investimento. É uma classe antagonista ao investimento de longo prazo e a prioridades econômicas relacionadas ao desenvolvimento empresarial ou estatal, somente se importando com ganhos de curto prazo.

Nesse sentido, os pós-keynesianos vêem a financeirização como “a vingança dos rentistas” (SOTIROPOULOS, 2011, p. 104). Diminuídos pelos Estado durante o período de Bem-Estar Social, agora eles estão reconquistando um lugar que foi deles no início do século XX, até a crise de 1929. Os trabalhos de Epstein, por exemplo, mostram que rentistas passaram a controlar partes maiores do PIB dos países da OCDE desde o início dos anos 1980. Além disso, Epstein sempre enfatiza o problema da especulação: “quando a especulação domina a empresa, como Keynes coloca [...], o investimento é mal alocado e a sociedade é mal servida (EPSTEIN, 2005b, p. 15).

Outro aspecto da vingança dos rentistas é o ganho de importância do *stakeholder*, – que passa a comandar as decisões das empresas, sejam elas produtivas ou financeiras – e seus objetivos não são necessariamente o crescimento dessas, e sim ganhos rápidos e certos. Dessa forma, as metas das empresas passaram a estar centralizadas na distribuição de seus ganhos

para os *stakeholders*. Ocorre, assim, uma distribuição de renda em prol da classe rentista, com aumento do peso da dívida das empresas nos seus planejamentos de gastos (STOCKHAMMER, 2004).

O Estado, nesse sentido, é a entidade que, a partir de regulações, consegue limitar o caráter rentista do capital, restringindo sua atuação em prol do investimento produtivo. A estabilidade dos anos pós-Segunda Guerra Mundial, nesse sentido, é explicada pelas políticas de restrição financeira, que compartimentalizaram e garantiram a transparência das instituições financeiras com o objetivo de limitar o tamanho dos mercados financeiros e promover o desenvolvimento do lado real da economia (MINSKY, 1993).

Visto como consequência da ascensão do rentista e de seu caráter especulativo, o segundo ponto fundamental para os pós-keynesianos está relacionado às crises financeiras. Hyman P. Minsky, nesse sentido, formula “A Hipótese da Instabilidade Financeira”. Ela parte da importância keynesiana atribuída a três fatores: ao investimento; à moeda como modo de financiamento deste, a partir da criação de crédito; e ao papel da incerteza e das expectativas nesse processo de financiamento e investimento. O investimento e o financiamento são decisões que afetam o crescimento da economia como um todo, devido a sua importância na criação de demanda efetiva, e estão intrinsicamente inseridos num contexto de incerteza e aposta em relação ao futuro. De forma, resumida, Minsky procura mostrar “como uma economia capitalista gera endogenamente uma estrutura financeira que é suscetível a crises financeiras e como o funcionamento normal dos mercados financeiros na economia de boom resultante vão desencadear uma crise” (1997, p. 25).

A hipótese de Minsky é a existência de uma tendência cíclica à formação de bolhas especulativas na economia capitalista que não se sustentam ao longo do tempo e levam a crises econômicas. O início do ciclo se dá com um aumento na demanda efetiva por bens e serviços. Com o consequente aumento dos preços de mercado, aumentam-se os lucros e os investimentos e criam-se novas firmas. Mais investimento significa maior crescimento do produto nacional, que induz mais investimento.

Esse padrão de crescimento, natural da economia capitalista, se reflete no lado financeiro com a expansão dos preços das ações das empresas e do crédito disponível para seu investimento. (KINDLEBERGER; ALIBER, 2005, p. 27). Nessa fase ascendente, as expectativas são de manutenção do crescimento e, assim, muda-se as opiniões acerca dos riscos, isto é, da estrutura aceitável de dívida. Cria-se e espalha-se crédito pelos mercados e o financiamento do investimento se dá cada vez mais a partir da apreensão desse crédito e criação de mais dívida. Esse cenário de refinanciamento e especulação financeira é motivado

principalmente pelo aumento constante de preços, principalmente dos ativos (MINSKY, 1977, p. 24). Esses aumentos, com o mercado financeiro aquecido, cada vez menos estão relacionados com a parte real da economia, isto é, com aumento da demanda efetiva, e sim com expectativas de aumento autoconcretizadas pelos mercados⁷ (SEN, 2010, p. 14).

Uma contribuição fundamental de Kindleberger à teoria de Minsky está relacionada à propagação internacional de uma bolha. Com a liberalização dos mercados financeiros, preços de commodities e dos diversos títulos dos mercados se transmitem de um mercado ao outro. Dois fatores podem contribuir para esse fenômeno. Primeiro, o aumento das importações do país onde está acontecendo o *boom* leva ao aumento das exportações de outro país, o que pode se transformar no início de uma mania própria. Segundo, a superabundância de crédito em um mercado pode transbordar para outros mercados com o perfil similar àquele onde está acontecendo o *boom* – conexões psicológicas entre os países de uma região direcionam fluxos de capital (KINDLEBERGER; ALIBER, 2005, p. 30).

O motivo para o fim do otimismo e o estouro da bolha variam de caso a caso, mas normalmente estão relacionados com a falência de um grande banco ou instituição financeira ou com um choque de preços. Algum elemento singular leva a um pânico generalizado no mercado. O pânico se mantém até os preços chegarem a um nível tão baixo que novas apostas são realizadas sobre seu crescimento futuro ou após grandes injeções de liquidez neles através de medidas governamentais (KINDLEBERGER; ALIBER, 2005, p. 32).

Após esse entendimento básico da teoria pós-keynesiana sobre o papel dos mercados financeiros na economia capitalista, vejamos como essa vertente teórica encara a crise de 2008. De acordo com Sunanda Sen (2010), a crise seguiu o mesmo movimento cíclico delineado por Minsky. Uma euforia, ou mania, surgiu com o aumento dos preços de propriedades no mercado imobiliário dos EUA. O forte movimento recente de securitização de ativos possibilitou que a bolha se expandisse ainda mais que nos *booms* anteriores, com a entrada de novas instituições financeiras e uma expansão sem precedentes do crédito imobiliário. As regulamentações não acompanharam o ritmo das inovações financeiras. Formou-se, assim, uma bolha no mercado

⁷ Outro elemento importante para a criação da mania, isto é, do comportamento eufórico de especulação financeira e endividamento, é a competição interbancária. Com um banco aumentando seus riscos e diminuindo sua retenção de capital, ele cria mercados para si mesmo, ao explorar segmentos ainda não explorados. Os bancos concorrentes, em um cenário de otimismo generalizado, vão querer adentrar nesses novos mercados e, logo, também diminuir sua retenção de capital (KINDLEBERGER; ALIBER, 2005, p. 29). A redução de retenção de capital dos bancos acarreta crescimento econômico, pois retroalimenta o ciclo de expansão econômica, e aumenta a fragilidade da estrutura financeira, pois os tomadores dos empréstimos são cada vez mais insolventes, refinanciando dívidas passadas a partir da emissão de novas dívidas (FUJITA; SASAKI, 2011).

imobiliário estadunidense, espreada pelo mundo a partir da expansão da securitização, e que, como todas as outras bolhas financeiras, estava fadada a explodir.

As respostas para a crise demonstram como essa teoria tem alinhamentos com a teoria ortodoxa. Os keynesianos se pronunciaram na crise como defensores da intervenção do Estado para, além de regular o mercado financeiro, salvar os bancos insolventes. Essa solução demonstra que, em última instância, o imaginário keynesiano é que os empresários – ou pelo menos os *bons* empresários produtivistas – atuam a serviço da sociedade e que os Estados limitam as perversidades do Capital. Essa tentativa de salvar o sistema capitalista, apesar de suas falhas, combina com as análises ortodoxas e os diferenciam das análises marxistas que virão a seguir.

1.3 As Análises Marxistas

As análises marxistas sobre financeirização, assim como as análises marxistas sobre quase qualquer assunto da economia, são múltiplas e variadas, e demonstram discussões dentro do marxismo (KATZ, 2010, p. 6). Não é escopo do trabalho fazer uma análise profunda sobre todas elas. As diferentes interpretações que serão apresentadas aqui, porém, vão, em maior ou menor medida, concordar com uma linha de raciocínio específica: a partir dos anos 1960 e 1970, a acumulação na esfera real da economia, ou os lucros advindos do setor produtivo, encontraram dificuldades em sua realização. A classe capitalista encontrou, nesse sentido, um meio de superar tais dificuldades e continuar acumulando, o processo de financeirização. Houve, portanto, uma reorganização do poder capitalista que favoreceu uma maior autonomia do setor financeiro da economia⁸. Chesnais foi pioneiro ao utilizar a expressão “regime de acumulação com dominação financeira”, no qual o processo mais importante é a “superexpansão dos fluxos internacionais de capital de aplicação financeira em busca de valorização” (CHESNAIS, 2005, p. 4-5).

Para realizar as análises, os autores marxistas partem de escritos sobre a questão financeiras em Karl Marx. Para Marx, o capital precisa existir de forma livre e líquida e, ao mesmo tempo, crescentemente centralizada. Dito de outra forma, ele necessita estar sempre disponível para colher novas oportunidades de lucro. Assim, cria-se o capital a juros, ou capital

⁸ Ênfase aqui que não pretendo dizer que todos os marxistas concordam com essa visão. Por exemplo, a análise de Arrighi (1994) vai contra essa narrativa, ao perceber a financeirização como recorrente no sistema capitalista, e não um fenômeno novo que se inicia nos anos 1970. A fase de acumulação financeira alertaria para a decadência de um ciclo de acumulação liderado por uma hegemonia, e já teria acontecido nas hegemônias holandesa e britânica, ocorrendo hoje com a hegemonia estadunidense.

fictício, e a expansão do sistema de crédito (BELLUZZO, 1999, p. 88). Grande parte dos seguidores de Marx, portanto, vão enfatizar que sempre existe uma relação entre o capital fictício e o real, sendo o capital fictício sempre dependente do real, o lugar onde ocorre de fato a geração de valor a partir da extração da mais-valia: “a dominação dos mercados financeiros não pode transcender as restrições e as contradições cuja esfera ‘real’ consiste no terreno imediato” (CHESNAIS, 2005, p. 10).

O que significa, então, essa autonomia do setor financeiro que está levando a uma acumulação de capital, se esse setor não pode, no limite, se desprender da acumulação real? Essa é a pergunta-chave para os autores marxistas que querem entender a financeirização. Marx não se aprofundou no assunto, deixando margem para interpretações divergentes. O que será realizado aqui é uma tentativa de síntese de algumas das respostas, utilizando principalmente ideias kaleckianas de Baran e Sweezy e a *expropriação financeira* de Lapavistas.

Partindo de uma visão kaleckianas do funcionamento do capitalismo, Baran e Sweezy (1996) teorizam que, no capitalismo monopolista, característico do século XX, existe uma disparidade histórica na acumulação entre a criação de oferta e demanda na economia, com tendência a superacumulação devido a limitações na demanda efetiva. São necessários, nesse sentido, estímulos externos para a absorção de excedente, que não podem depender das decisões de investimento privado⁹. Já existiram várias fontes de estímulo externo ao longo da história; durante a maior parte do século XX, porém, a fonte principal foi o Estado, a partir da promoção de guerras, de bem-estar e de gastos autônomos. Tanto o capital financeiro quanto o produtivo estavam alinhados na promoção do investimento produtivo e do desenvolvimento, que se concretizavam a partir de gastos governamentais.

A financeirização seria um novo impulso ao sistema. A partir de estagnação produtiva nos anos 1970 e enfraquecimento do Estado nos anos 1980, o capitalismo monopolista não podia mais funcionar como anteriormente, e outros meios foram criados pelo Capital para a absorção de excedente. A financeirização, nesse sentido, foi o principal meio, pois cria demanda para a atividade produtiva, propiciando a produção e a acumulação através da criação de bolhas, inovações financeiras e surtos especulativos (FOSTER; MAGDOFF, 2009). O estouro de bolhas são, nesse sentido, reflexos de crises de superacumulação, pois a demanda que é criada

⁹ De maneira alguma esse pensamento é exclusivo de Baran e Sweezy – ele é fruto do pensamento kaleckiano geral, resumido aqui por Patnaik (2013, p. 6, tradução minha): “Se o investimento é determinado na base do crescimento esperado do mercado, e se a demanda agregada efetiva, a base da formação de expectativas, não é fomentada por nenhuma fonte externa e é determinada exclusivamente pelo investimento capitalista agregado (via multiplicador), logo a única tendência estável da economia é sua tendência estacionária, ao redor da qual ela pode experimentar flutuações cíclicas. Se nós temos que explicar crescimento sustentável, nós temos que nos focar em estímulos externos”.

por meios financeiros não se sustenta a longo prazo. Como coloca Patnaik (2013, p. 12), o capitalismo contemporâneo não tem o estímulo externo necessário para estimular o crescimento sustentável, com as finanças tentando mas não sendo capazes de ocupar o lugar que antes era do Estado.

Passando para a questão específica da crise de 2008, sua explicação para a formação da bolha inicia-se na estagnação da economia dos anos 1970, que é um reflexo não só da dificuldade crescente em absorver o excedente da acumulação capitalista, mas do consequente estancamento dos salários e aumento da desigualdade de renda, que diminuíram a capacidade de consumo dos trabalhadores, agravando o problema da demanda efetiva (FOSTER; MAGDOFF, 2009, p. 27-8).

Para preencher esse vácuo de demanda, surgem instrumentos financeiros com o intuito de aumentar o consumo das famílias, independentemente da sua capacidade de pagamento, sendo um dos mais importantes os ativos *subprime*. Nesse cenário, o mercado imobiliário teve uma função central para a economia dos EUA: a partir de diversas inovações financeiras que aumentaram o volume de crédito disponível, foi a bolha imobiliária que levou os EUA a superarem a crise financeira de 2000. A eficácia de tais instrumentos garante a absorção do excedente, mas criam uma alta nos preços imobiliários, isto é, uma bolha financeira que tinha que algum dia estourar. (FOSTER; MAGDOFF, 2009, p. 34; 51; 91-94).

Uma visão marxista complementar a esta elaborada acima, ainda que ela não utilize o enfoque da necessidade de absorção de excedente para o funcionamento do capitalismo, é a análise de Lapavitsas no que ele chama de *expropriação financeira*, ou “extração do lucro financeiro diretamente do salário pessoal dos trabalhadores e outros” (LAPAVITSAS, 2012, p. 16). Diferentemente de Foster e Magdoff, que vêm a financeirização como a criação de demanda para o setor produtivo, o novo jeito de lucrar, para o autor, não é extrair mais-valia a partir de demandas fictícias ao setor produtivo, e sim incluir nos mercados financeiros fatias cada vez maiores dos salários dos trabalhadores. Os bancos são o ator chave nesse processo, pois são eles quem fornecem os empréstimos para os indivíduos¹⁰.

¹⁰ A expropriação financeira é a outra faceta da democratização do crédito, postulada pelos ortodoxos. Em certa medida, o que ocorre é um alinhamento dos interesses dos trabalhadores e dos agentes do mercado financeiro, visto que a constante expansão do mercado agora é interesse de ambos. Dada a assimetria de informações e de conhecimentos entre a massa da população e os grandes atores financeiros, além da disparidade de consequências de crises financeiras nesses dos pólos, tal democratização implica necessariamente uma relação de poder, onde cria-se vulnerabilidade para a maior parte da população e liquidez e expansão dos títulos comercializáveis para os bancos e outras instituições financeiras. Essa análise vai ao encontro da análise institucionalista sobre o papel da informação assimétrica para a financeirização, como analisado por Ratajczak (2011, p. 207-8).

Lapavitsas explica a crise de 2008 a partir de sua teoria de *expropriação financeira*. O autor mostra a diminuição das taxas de poupança nos EUA a partir da inclusão de cada vez maiores setores da população estadunidense nos mercados financeiros, aumentando a expropriação financeiras das classes baixas – normalmente constituídas de mulheres e da população negra e latina do país. Essa inclusão, realizada a partir das hipotecas *subprime*, fomentou a bolha e colocou em posição de vulnerabilidade habitacional a vida de milhares de pessoas. A securitização possibilitou o espraiamento dessas hipotecas de alto risco para todo o mercado estadunidense e mundial. Esse processo foi incentivado pelo Estado tanto pelas baixas taxas de juros praticadas pelo FED como pela sua atuação no mercado através de agências financeiras apoiadas pelo governo. O começo de um aumento nas taxas de juros e diminuição dos preços dos imóveis era o suficiente para estourar a bolha e começar a crise econômica (LAPAVITSAS, 2012, p. 18–24).

As duas correntes de pensamento marxista colocadas aqui não precisam ser contraditórias. Elas não retiram a geração de valor da esfera produtiva, apenas inserindo o efeito da financeirização em aspectos diferentes – e que, para mim, são complementares. A financeirização tanto estimula o setor produtivo da economia, criando uma superacumulação que eventualmente não terá sua demanda, como expropria cada vez mais os salários dos trabalhadores, indo além da exploração da mais-valia como forma de geração de lucros. Dessa forma, tanto o lado financeiro quando o lado produtivo do capital são contemplados, e a bolha especulativa favorece os dois.

Essa síntese abre para um debate maior sobre como é desenvolvida a relação entre o capital produtivo e o financeiro nas análises marxistas sobre financeirização. Marx sinaliza que existiriam capitalistas monetários que são necessários à produção pois irão emprestar seu capital para outros capitalistas que vão aplicá-lo no processo produtivo. Assim, esses capitalistas se diferenciam dos capitalistas produtivistas na medida em que não diretamente extraem a mais-valia; de qualquer forma, enquanto propiciam os meios para aqueles fazerem sua extração, da onde então o próprio receberá sua parcela com juros, o capitalista monetário permanece atrelado à produção, apenas explorando o trabalhador de maneira indireta (MARX, 1991, p. 504 apud SOTIROPOULOS, 2011). Análises, como as de Lenin por exemplo, vão explorar esse aspecto do pensamento de Marx (LAPAVITSAS, 2012, p. 45). Essa corrente teórica estaria próxima da visão keynesiana vista anteriormente, pois dividiria a classe capitalista.

A análise marxista realizada aqui, porém, vê apenas um Capital, com os setores financeiros e produtivos sendo dois lados de uma só moeda. Como coloca Katz (2010, p. 4): “O capitalismo inteiramente produtivo que imagina a heterodoxia nunca existiu. O sistema se

reproduz com formas de crédito que inexoravelmente ressuscitam a especulação”. Essa visão tem como suas bases o pensamento de Hilferding (1981). Esse autor, pilar fundamental para pensar as finanças dentro de uma lógica marxista, não discute o fenômeno da financeirização, pois escreve em 1910, mas deixa clara sua visão acerca da confluência entre o capital financeiro e produtivo. As esferas produtiva e financeira, de acordo com essa visão, funcionam de maneira conjunta para a geração de lucros para o capitalista. Na época de Hilferding, a esfera financeira foi fundamental para expansão do setor produtivo a partir da criação de monopólios. Dito de outra forma, a criação de monopólios e grandes empresas só foi possível a partir da utilização de bolsas de valores, que concentram investimentos de vários indivíduos em poucas corporações.

Essa lógica de funcionamento e relação entre os bancos e o capital produtivo se manteria durante grande parte do século XX. Com a financeirização, porém, houve algumas modificações, mas que não resultaram numa disparidade entre os objetivos dos dois setores econômicos – ou seja, um conflito entre o rentista e o capitalista. A principal modificação está no papel dos bancos no processo: eles não detêm o mesmo poder sobre as empresas e o capital produtivo que tinham com Hilferding, não sendo mais um meio fundamental na interação entre as esferas financeiras e produtivas. Como já vimos anteriormente, porém, eles se reformularam e garantiram sua importância na globalização financeira.

Atualmente existem novas formas de cooperação entre o setor produtivo e financeiro. A financeirização traz novas formas de lucros para as empresas produtivas visto que elas passam a atuar no mercado financeiro. Todo o tipo de capital, seja ele produtivo ou financeiro, vai especular e ganhar no mercado financeiro. Mais importante, porém, o controle sobre o trabalho é fundamental para ambas as modalidades do Capital. A financeirização é um meio de submeter todas as empresas à lógica da superexploração do capital, pois companhias fora da curva serão castigadas pelos mercados (SOTIROPOULOS, 2011, p. 106; 113).

Dessa forma, tanto o capital financeiro quanto o produtivo acumulam e não há contradição em suas acumulações. A produção se mantém, mas não é mais a única fonte de rendimentos das empresas. Isso tem claros efeitos negativos ao crescimento e ao desenvolvimento econômicos, pois a produção não é mais central. A quase uma década de estagnação nas taxas de crescimento das economias capitalistas é a maior prova dessa questão. O que é importante enfatizar, portanto, é que o Capital nunca teve sonhos desenvolvimentistas, ele só almeja sua reprodução e procurará sempre novos meios para se reproduzir, seja na produção, na financeirização, ou numa combinação de ambos meios: “O que o capital tem medo não é a escassez de demanda, mas a escassez de mais-valia” (SOTIROPOULOS, 2011, p. 111).

A atuação do Estado nesse processo é outra divergência fundamental do marxismo com o keynesianismo. O Estado não só tem interesse na ascensão das finanças, mas é central para a ascensão da financeirização¹¹. Ele realizou isso através de dois processos: a desregulamentação – processo que já vimos com as análises ortodoxas –; e pelo seu papel de grande garantidor dos títulos dos Bancos Centrais, o salvando quando ele entra em crise. Em relação ao primeiro, o Estado aumentou a liberdade dos mercados financeiros e estimulou a população a utilizar os mercados para a manutenção dos seus padrões de consumo. Em relação ao seu papel de grande garantidor, um exemplo foi a sua atuação na crise de 2008 onde, depois de ver as consequências da quebra do Lehman Brothers, salvou todas as instituições financeiras que se mostraram insolventes posteriormente.

Em relação a questão social, o processo de financeirização tem implicações que vão muito além da esfera econômica. Para David Harvey, o regime de acumulação flexível é caracterizado “pela flexibilidade nos processos trabalhistas, nos mercados de trabalho, nos produtos e nos padrões de consumo” (HARVEY, 1989, p. 147). Nesse sentido, as relações de trabalho precisam ser tão flexíveis e líquidas quanto os fluxos de capitais, levando a flexibilização dos salários e a erosão das estruturas formais de emprego: os indivíduos passam a ser “empreendedores individuais”, e não trabalhadores formais (CHESNAIS, 2002, p. 31; MOREIRA, 2015). Outra flexibilização importante é relacionada ao risco e sua glorificação: dado que o mercado de trabalho é flexível e os meios de vida estão sujeitos a mercados financeiros voláteis, o risco passa a não só ser inerente ao cotidiano mas valorizado, visto como forma de sucesso em um mundo cada vez mais competitivo e inseguro (VAN DER ZWAN, 2014, p. 112).

Por último, como crítica a visão marxista, surge a ideia desta ser determinística, assumindo unidade de objetivos e ações de todo o capitalismo – que, como se tivesse se juntado numa sala para conversar, resolve passar do regime produtivista para o financeirizado de maneira consciente e ativa. Sem um maior embasamento histórico do que aconteceu, a teoria acaba por ser “abstrata, anônima e teleológica: as “finanças” acabam sendo a força por trás de sua própria expansão” (VAN DER ZWAN, 2014, p. 106). Além disso, ela simplifica o comportamento do Estado no processo de financeirização: seguindo a ótica do Estado como comitê executivo da burguesia, a teoria marxista utilizada nesse trabalho não identifica contradições no papel do Estado durante o processo de financeirização. Por último, a novidade

¹¹ De novo resalto que essa não é “A” visão marxista. Outros seguidores de Marx estão mais propensos a ver o Capital como o agente que lidera o processo, com o Estado sendo mais um ator indefeso e reativo. Para citar uns exemplos, as análises de Arrighi (1994) e Harvey (1989). Mais importante para o debate desse trabalho, porém, Foster e Magdoff (2009) não colocam o Estado como central, sendo a perda de sua importância um elemento fundamental para a criação de um processo de acumulação financeirizada.

do fenômeno da financeirização é questionada tanto por marxistas (como Arrighi) quanto por keynesianos e teóricos ortodoxos.

1.3 A Visão da Economia Política Internacional

A visão da Economia Política Internacional vem aqui realizar um contraponto a todas as teorias colocadas anteriormente. Van der Zwan (2014, p. 115) coloca que os estudiosos da financeirização não olham impactos que os mercados e interesses financeiros têm em diferentes economias nacionais, se focando excessivamente no mercado estadunidense. Essa crítica, ao meu ver, pode ser colocada a grande parte dos keynesianos, marxistas e ortodoxos. Quase todos os autores citados anteriormente não enfatizam que a financeirização tem origens em Estados específicos e tem consequências drasticamente diferentes para os diversos países do SFI¹². Esse parágrafo de Kindleberguer é um ótimo exemplo dos problemas advindos da falta de distinção das consequências da financeirização para os diversos países do SFI. Comparar EUA e México, da maneira como foi na citação abaixo, seria algo abominado por qualquer teórico de EPI – ainda que, curiosamente, Kindleberguer seja um dos principais nomes nesse campo disciplinar.

A atual posição financeira internacional dos EUA é de algumas formas paralela a do México, Brasil e Argentina nos anos 1970. Esses países tinham déficits de conta corrente insustentáveis e obtiveram dinheiro para pagar os juros dos seus credores internacionais através de seus credores internacionais. A implicação é que a posição de pagamentos externos dos EUA é insustentável (KINDLEBERGER; ALIBER, 2005, p. 37, tradução minha).

Diferentemente das visões anteriores, a visão colocada aqui da EPI não está *à priori* centralizada numa corrente teórica específica, unindo autores que têm vontade de entender as conexões entre as relações internacionais e a economia internacional.

De maneira resumida, a visão da EPI, como eu a coloco aqui, entende que a disputa pelo poder entre os Estados nacionais é o elemento constante e fundamental do sistema capitalista. Seja a partir de sua forma mais abstrata, o dinheiro, ou mais dura, as armas, essa luta constante determina que jamais seja possível uma estabilidade econômica ou um equilíbrio político de longo prazo, pois a disputa é necessária tanto para a expansão do capital quando para o fortalecimento dos Estados nacionais (FIORI, 1999, p. 63).

Nesse sentido, o fenômeno da financeirização foi uma das estratégias estadunidenses para reafirmar a hegemonia do poder estadunidense perante os outros Estados nacionais após um

¹² Algumas exceções dentro da pesquisa realizada aqui estão nos trabalhos de Lapavitsas (2012) e Chesnais (2002), que enfatizam os benefícios estadunidenses na financeirização, ainda que não se aprofundem nessa questão.

relativo enfraquecimento durante os anos 1970, advindo, entre outros fatores, do declínio do keynesianismo e as consequências da Guerra do Vietnã. Outros países do Centro foram impelidos posteriormente a seguir a financeirização estadunidense. A periferia do SFI, por sua vez, foi não só impelida, mas forçada a entrar no sistema. Como resume Chesnais, “A mundialização do capital é muito fortemente seletiva em sua essência. Gerou desde os anos 1990 uma configuração hierarquizada de modo nitidamente mais forte do que aquela que prevalecia durante a internacionalização dos anos 1950/78” (CHESNAIS, 2002, p. 39). Essa hierarquização vai provocar a reação de alguns Estados, que vão procurar diminuir o poderio financeiro estadunidense.

Começamos com a ascensão da financeirização. Assim como a construção de controles de capitais foi uma iniciativa governamental planejada durante as décadas de 1930 e 1940, a desconstrução desses controles e o processo de financeirização também foram. Mas qual seria o incentivo para a desconstrução dos controles ao capital financeiro? Ele advém da situação da economia americana nos anos 1960 e 1970. Um período de recessão econômica interna, com estagnação da produção, derrotas militares e a decadência do regime de Bretton Woods, levou autores como Arrighi (1994) a anunciar o fim não só do keynesianismo e do Estado do Bem-Estar Social, mas da hegemonia dos EUA no Sistema Internacional.

As ações para conter esse processo e reafirmar o poderio estadunidense no sistema tiveram nas políticas monetária e financeira dois eixos centrais e que se interconectaram. A primeira medida foi o anúncio de Nixon do fim do sistema de paridades fixas em 1971, que se mostrava insustentável e estava levando a um descrédito do dólar como principal moeda internacional. Entretanto, as consequências de tal ação somente pioraram a situação estadunidense, pois o movimento especulativo nas moedas internacionais se intensificou imensamente, com o maior perdedor sendo o dólar americano. “Os movimentos especulativos de capital [...] continuam minando o dólar como moeda reserva [...]. Assim, a ordem monetária caminha rapidamente para o caos” (TAVARES, 1997, p. 32). As constantes fugas de capitais desvalorizavam o dólar, acarretando também problemas para o andamento da economia americana como um todo. Já se desenhavam ideias para a construção de uma nova ordem monetária internacional, que não tivesse no dólar seu eixo central.

Na esfera financeira, os Estados Unidos começaram, já nos anos 1960, a testar o que significaria uma abertura financeira. Nos anos 1960, a criação dos *euromercados* em Londres, com grande incentivo de Washington, representou um ambiente para a liberalização de capitais sob a hegemonia do dólar, onde o governo estadunidense pôde entender os benefícios que adquiriria com a desregulamentação dos mercados de capitais em uma esfera global. A partir

dos anos 1970, os EUA começam a abolir seus controles de capitais. Essa iniciativa, alinhada com deixar de colocar controles desejados por outros Estados e evitar crises no sistema financeiro, foram fundamentais para o espraiamento da financeirização pelo mundo (HELLEINER, 1994).

O marco principal, porém, para a manutenção da hegemonia americana foi a submissão dos mercados financeiros do resto do mundo ao mercado estadunidense. Os EUA fizeram isso a partir da política realizada por Volcker, presidente do Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos (mais conhecido como Fed), que, em 1979, subiu violentamente as taxas de juros internas americanas. Essa ação ficou conhecida como a diplomacia do dólar forte e levou a uma recessão da economia americana e mundial por três anos. O redirecionamento dos fluxos de capitais, que agora corriam para os EUA, garantiu a perpetuação da hegemonia da moeda americana (TAVARES, 1997, p. 33). Desde então, reafirmou-se o sistema monetário e financeiro internacional sob as rédeas do Fed: “o movimento da liquidez internacional foi posto a serviço da política fiscal americana” (TAVARES, 1997, p. 34).

Durante os anos 1980, os países desenvolvidos aderem aos preceitos da financeirização – pois, se não entrarem, verão seus fluxos de capitais fugindo constantemente para os EUA, que possuem os mercados mais líquidos e profundos do mundo. A periferia do sistema internacional, por sua vez, a partir da negociação das dívidas com o Fundo Monetário Internacional (FMI) que impuseram as regras do Consenso de Washington, se insere na globalização nos anos 1990. O processo unilateral de liberalização das finanças estadunidenses exige que o resto do mundo, querendo ou não, disponham um grau muito elevado de liberalização e de desregulamentação (CHESNAIS, 2002, p. 34-38).

Os fluxos constantes de capital para os mercados financeiros americanos garantem que os EUA possam ter déficits constantes, tanto nas transações correntes quanto na política fiscal, que são financiados pelo resto do mundo (TORRES, 2014, p. 436). O fato de ainda não existirem competidores à hegemonia do dólar no sistema monetário ratifica tal posição de poder dos EUA na hierarquia do sistema: o país mantém o privilégio exorbitante do período de Bretton Woods, mas agora sem precisar limitar a sua emissão de dólares às reservas de ouro, o que o garante uma posição inigualável historicamente no sistema econômico internacional (METRI, 2003, p. 46).

Dado o entendimento da criação do SFI contemporâneo a partir dos desejos americanos de manutenção da sua hegemonia, e os benefícios que o país retira desse sistema, é hora de entender as consequências desse processo de financeirização para o resto do mundo, principalmente entendendo os impactos para a periferia global. Os impactos periféricos estão

principalmente relacionados à dois fatores: a mudança no caráter dos fluxos de capitais que chegam nas periferias e as fugas de capital.

Em relação ao primeiro fator, durante o século XX a expansão das multinacionais para os países periféricos foi uma nova maneira de criar demanda e mandar os lucros para as economias centrais. Nesse sentido, antes da financeirização, os fluxos envolviam majoritariamente comércio e Investimento Direto Estrangeiro (IDE) – esse último estando mais relacionado à aplicação de capital em projetos de longo prazo, com a criação de plantas industriais nos países periféricos. Em certas regiões periféricas, como o Brasil, foi possível se utilizar desse modelo para promover desenvolvimento interno a partir de substituição de importações. Em outras regiões, como países africanos, ela significou apenas a criação de economias de enclave que exploravam recursos e não impulsionavam suas economias.

A partir dos anos 1990, outro padrão de fluxos de capitais aparece e IDE de longo prazo desaparece em prol da volatilidade, da liquidez e da especulação (SCHWARTZMAN, 2004, p. 111-112). A securitização dos ativos permite que os atores adentrem nas bolsas e nos ativos de países periféricos, pois o risco é diminuído (SEN, 2010, p. 4). A maior (se não única) fonte de IDE, nessa época, foram os processos de privatização das empresas periféricas.

Mas como a mudança nas características dos fluxos que adentram nos países periféricos aumentou o *gap* entre o centro e a periferia? Prates (2005, p. 275-281) responde essa pergunta a partir de dois eixos: assimetrias no sistema monetário e no sistema financeiro mundiais, que se alimentam mutuamente. Em relação ao primeiro, a moeda periférica ser majoritariamente não-conversível tem como consequência a necessidade dos países emergentes de usarem moedas conversíveis para suas reservas, dívidas e títulos. Submetem-se, assim, a flutuações cambiais e a políticas econômicas dos países de moedas conversíveis, os países centrais. A necessidade de manter uma taxa de juros acima daquela dos países desenvolvidos para atrair capitais é outro caminho para a restrição da política monetária dos países subdesenvolvidos. No sistema financeiro, por sua vez, os fluxos destinados aos países periféricos são muito limitados, se comparados com a soma global dos fluxos, e se concentram nos mercados secundários, de maior caráter especulativo. A entrada dos fluxos também é instável, estando normalmente relacionada a diminuição das taxas de juros dos países centrais.

Também deve ser destacada a questão da vulnerabilidade externa, relacionada aos pontos destacados acima. A ideia de o crescimento econômico de países periféricos ser condicionado pelo grau de restrição externa não está relacionada somente ao período contemporâneo. Os cepalinos já colocavam que a dinâmica da balança de pagamentos era fundamental para as possibilidades de crescimento e desenvolvimento dos países

periféricos devido ao problema constante da escassez de divisas, existente desde os tempos do padrão-ouro – pois os países periféricos nunca emitiram moedas conversíveis e, desde o século XIX se endividavam para conseguirem divisas. Uma tendência endêmica nos países latino-americanos de endividamento externo, que não deve ser somente pensada como uma resposta às limitações da balança comercial, agrava tal escassez de divisas (MEDEIROS, 2008). Com a financeirização, a histórica e endêmica necessidade de divisas se combina com a fugacidade e liquidez dos fluxos destinados aos países periféricos, o que ratifica a fragilidade das economias periféricas e a hierarquia entre o centro e a periferia no sistema monetário e financeiro internacional.

Por último, trata-se mais especificamente da questão das fugas de capitais. Em definição restrita, fuga de capital é “a transferência de ativos para um país estrangeiro para reduzir a perda de ganhos de investimento, de retornos ou de controle sobre a riqueza financeira devido a atividades governamentais” (EPSTEIN, 2005a, p. 3). Além de em resposta a políticas governamentais, fugas podem acontecer quando os países centrais aumentam suas taxas de juros e quando ocorrem crises no sistema financeiro. Fugas para as moedas conversíveis, principalmente aos títulos americanos, acarretam crises econômicas internas nos países periféricos – que não podem ser solucionadas por políticas anticíclicas que poderiam intensificar a fuga de captais. As fugas de capitais atingem principalmente países com falta de divisas ou que as utilizam para projetos de investimento, o que é o cenário de grande parte dos países periféricos. Como consequências das fugas, Epstein aponta a queda no investimento, que, em uma visão keynesiana, implica desaquecimento da economia no geral e problemas sociais como o aumento da desigualdade de renda. De maneira resumida, as fugas seriam “greves de capital”, onde os mais ricos sinalizam para os governos que não estão de acordo com as suas políticas ou com as taxas de juros oferecidas para os retentores de capital (EPSTEIN, 2005b, p. 7–9).

Dado esse cenário de reafirmação da hegemonia estadunidense via financeirização e de aumento das vulnerabilidades dos Estados periféricos em relação aos centrais no Sistema Financeiro Internacional contemporâneo, resta nos perguntarmos quais tem sido as estratégias para desafiar o poder estadunidense e as hierarquias do SFI contemporâneo. Primeiro, estratégias para limitar a liberdade dos fluxos de capital e diminuir a especulação foram articuladas após a crise de 2008, mas não geraram grandes ações de longo prazo por parte da comunidade internacional, a financeirização continuando em fase de expansão após alguns anos de contração no pós-2008. Além disso, em um cenário de retomada do crescimento econômico

que está aparecendo nos últimos anos, o pensamento econômico ortodoxo voltou a ganhar força, e a utilização de controles de capitais continua sendo condenada pela comunidade internacional.

Certas estratégias, porém, estão sendo desenhadas por alguns Estados que se propõe a desafiar o *status quo*. Primeiro, a iniciativa de não utilização do dólar, a partir de utilização de outras moedas – ou até do escambo – para a quitação de transações comerciais internacionais. A internacionalização da moeda chinesa é o maior exemplo dessa estratégia. Por fim, a proposição de meios alternativos às Organizações Internacionais para captar recursos e quitar dívidas, como o Banco de Desenvolvimento do BRICS e o Fundo de Infraestrutura da ASEAN, também pode ser interpretada como uma estratégia, ao propor novos meios de lidar com crises e propor desenvolvimento econômico.

Por fim, também é possível realizar críticas a visão da EPI sobre a financeirização. Ela em parte desconsidera o papel do Capital, não identificando os confrontos entre o Estado e o Capital. É possível entender essa crítica a partir de uma pergunta chave, levantada aqui por Cohen (1996, p. 276): se os atores governamentais foram tão fundamentais no processo de globalização, podem eles desfazer suas ações, regulamentando o sistema financeiro, caso desejarem? Novos atores, inovações financeiras e níveis de alavancagem sem precedentes na história econômica transformaram o sistema, levando a um novo regime de acumulação de capital que talvez não pudesse ser simplesmente revertido caso os Estados concluíssem ser o melhor para as economias nacionais.

Dado esse contexto de ascensão da financeirização no SFI, a dissertação a partir de agora focará em seu objeto de estudo: as Agências de Avaliação de Crédito. No segundo capítulo, vamos adentrar nas agências como ator do SFI, entendendo qual seu papel e quais os limites e possibilidades de sua atuação. No terceiro e último capítulo, por sua vez, vamos retomar as correntes discutidas nesse capítulo para pensar nas AACs sob novas óticas, passando em fim ao objetivo de construir uma teoria de EPI sob o comportamento das AACs no SFI.

2. AS AGÊNCIAS E O SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL: A HISTÓRIA E AS FONTES DE PODER

Esse capítulo tem como objetivo geral entender como as agências se estabeleceram no SFI e quais são as fontes de seu poder. Para isso, é necessário inserir primeiramente as agências na história, com o propósito de discutir qual a relação entre as agências e a financeirização. A história dessa relação é marcada pela criação das agências, no início do século XX, por um intermédio período de dormência e pelo ressurgimento junto com o período de financeirização. O ressurgimento foi marcado também por algumas crises de credibilidade a partir da relação das agências com as crises financeiras que ocorreram no período. A primeira seção do capítulo é dedicada, portanto, à história da ascensão (e da queda e renascimento) das AACs no SFI.

A segunda seção, por sua vez, se refere a uma esquematização do atual papel das agências no SFI. O objetivo é avaliar a importância das agências no SFI, visto que ela não é consenso na literatura. Nesse sentido, é feita uma esquematização que expõe as relações entre três atores do SFI: as agências, as outras empresas e os Estados. Esta esquematização parte da identificação das fontes de poder das agências no SFI e discute como essas fontes surgiram, como se mantêm no sistema e qual a relação delas com os três agentes. Em essência, o argumento parte da identificação de duas fontes de poder das agências no sistema: metodologia e regulação. A partir dessas fontes, as AACs impactam o sistema, isto é, suas ações têm impacto nos outros atores do SFI. Como veremos, os Estados e as empresas não são apenas vulneráveis às agências, mas também fornecem, deliberadamente, poder a elas, e se beneficiam de suas ações. Sendo assim, a segunda seção irá aprofundar as discussões acerca da relação entre o Estado e o Capital, sendo o último representado nesse trabalho pelas AACs.

2.1 História das Agências de Avaliação de Crédito.

A relevância atual das Agências de Avaliação de Crédito é, como veremos, um resultado direto da financeirização. A lógica e o escopo de atuação das AACs só fazem sentido pleno quando temos um SFI globalizado, conectado e, principalmente, incerto. Para chegar nessa conclusão, porém, é necessário voltar atrás na origem dessas empresas, que data do início do século XX. Porém, em vez de fazer aqui um estudo abrangente que englobe todas as AACs já criadas, vamos nos concentrar no surgimento e ascensão das agências escolhidas para a análise nessa dissertação: a Moody's e a Standard and Poor's.

A história das primeiras AACs, que são as ancestrais da Moody's e da Standard and Poor's, está intrinsicamente ligada à história da industrialização e desenvolvimento dos EUA. O período entre o último quarto do século XIX e o início do século XX foi um período chave para o estabelecimento dos EUA como uma potência econômica, ainda que uma maior projeção de poder e força americana para além de seu território tenha ocorrido posteriormente. Esse período, conhecido como o milagre econômico estadunidense, tem como fenômenos o crescimento demográfico acelerado e a quadruplicação do Produto Nacional Bruto estadunidense. Esses fenômenos podem ser explicados, de acordo com a visão de Teixeira (1999, p. 162), pela expansão das ferrovias, que permitiram o salto de qualidade necessário para transformar os EUA numa potência industrial¹³.

Outra consequência da expansão da indústria ferroviária, que é que nos interessa mais aqui, é o fomento dos mercados financeiros. As enormes somas de capital necessárias para a construção de ferrovias impulsionaram não só uma aliança entre o Capital ferroviário e o Estado americano, como o seu grande cliente, mas também o espraiamento e ganho de importância das bolsas de valores, para o arregimento de capital privado. Esse movimento existiu não só para a indústria ferroviária; o mercado de títulos se expandiu para incluir outras indústrias e entidades governamentais (BRUNER; ABDELAL, 2005, p. 194).

É nesse contexto que começam a surgir as primeiras tentativas de organização das informações dos mercados financeiros, com a publicação de textos que objetivavam, ao concentrar informações, catalisar o desenvolvimento dos mercados. Em 1868, Henry V. Poor produziu o *Manual de Ferrovias dos Estados Unidos*, que causou grande impacto em sua época e facilitou a expansão do sistema ferroviário estadunidense ao permitir investidores de várias partes do país nele investirem (REURINK, 2012, p. 30). John Moody, por sua vez, viu o potencial da ideia de Poor e também começou a produzir manuais, mas que incorporavam estatísticas de outras indústrias, e não somente a ferroviária.

A crise financeira de 1907, que levou Moody a fechar sua produção de manuais, teve como consequência a mudança que hoje é fundamental para a existência das agências: as empresas fundadas tanto por John Moody quando por Henry Poor no pós-crise passaram a fornecer não só dados, mas julgamentos sobre os títulos de empresas e entes estatais

¹³ Antes da expansão ferroviária, os EUA já tinham sistemas econômicos prósperos, como o *plantation* no sul e a indústria têxtil no norte. Os encadeamentos para trás e para frente da indústria ferroviária e o seu poder de ligação e comunicação entre regiões distantes do vasto território estadunidense, porém, foram fundamentais para a expansão da economia estadunidense para além do que já existia previamente. “As empresas ferroviárias exigiam mais dinheiro, mais gente – e gente qualificada – e mais equipamento que qualquer outro ramo de negócios” (TEIXEIRA, 1999, p. 163).

(SINCLAIR, 2005, p. 24). Moody abriu sua empresa de avaliação de risco em 1909, seguido em 1916 pela *Poor's Publishing Company* e em 1922 pela *Standard Statistics Company*. Portanto, empresas de avaliação surgiram no início do século XX e começam a fornecer opiniões sobre um mercado considerado cada vez mais instável e com tendência a crises. As empresas criadas por Moody e Poor têm trajetórias de diversas aquisições e falências ao longo de suas histórias - inclusive parte da S&P foi construída por uma empresa de John Moody que acabou falindo. Desde 1966 e 1998, respectivamente, a S&P e a Moody's tem os nomes que por hoje a reconhecemos (SINCLAIR, 2005, p. 23-26).

Nesse primeiro período, as agências eram vistas como confiáveis e precisas pelos agentes financeiros (BRUNER; ABDELAL, 2005, p. 194), e seu modo de enxergar riscos e conduzir avaliações foi incorporado informalmente pelo mercado financeiro. Apesar de importantes para o mercado de capitais estadunidenses, as AACs tinham um papel reduzido no SFI durante a maior parte do século XX. A avaliação se centralizava em empresas e títulos governamentais estadunidenses das esferas municipal, estadual e federal, com julgamento limitado de títulos de outros governos (SINCLAIR, 2005, p. 26). O motivo para essa limitação advém das mudanças no SFI advindas da crise de 1930 e o consequente aumento no controle de fluxos internacionais, além do direcionamento dos fluxos financeiros para investimentos mais estáveis e de longo prazo, diminuindo a especulação. O período entre 1930 e 1980 é marcado pela repressão financeira e por um maior controle do Estado sobre os fluxos financeiros internacionais, o que faz as AACs serem menos importante para o sistema. Além disso, o mercado de títulos do resto do mundo não se desenvolveu na magnitude do mercado estadunidense – ou seja, visto que a maioria dos títulos do SFI nessa época eram estadunidenses, o espraiamento internacional das AACs era dispensável.

Um terceiro fator que acarreta tal limitação da atuação das agências eram as características dos bancos no período. A quantidade de bancos era muito menor, e o que se tinha era um cenário onde um grupo pequeno de bancos internacionais fornecia grande parte do crédito internacional (CANUTO; DOS SANTOS; DE SÁ PORTO, 2012, p. 8). Esse grupo possuía a escala e os recursos suficientes para realizar suas próprias avaliações de crédito, utilizando a opinião das AACs como só mais um indicador. Resumindo, um mundo menos caótico e mais transparente não é um bom mercado para as AACs.

Apesar desse apagamento, uma mudança fundamental aconteceu na segunda metade do século XX que se mantém até hoje. Até os anos 1970, o modelo de lucratividade das agências era por assinatura, isto é, os clientes eram investidores que queriam informações acerca dos diferentes títulos disponíveis no mercado. Desde os anos 1970, os clientes passaram a ser

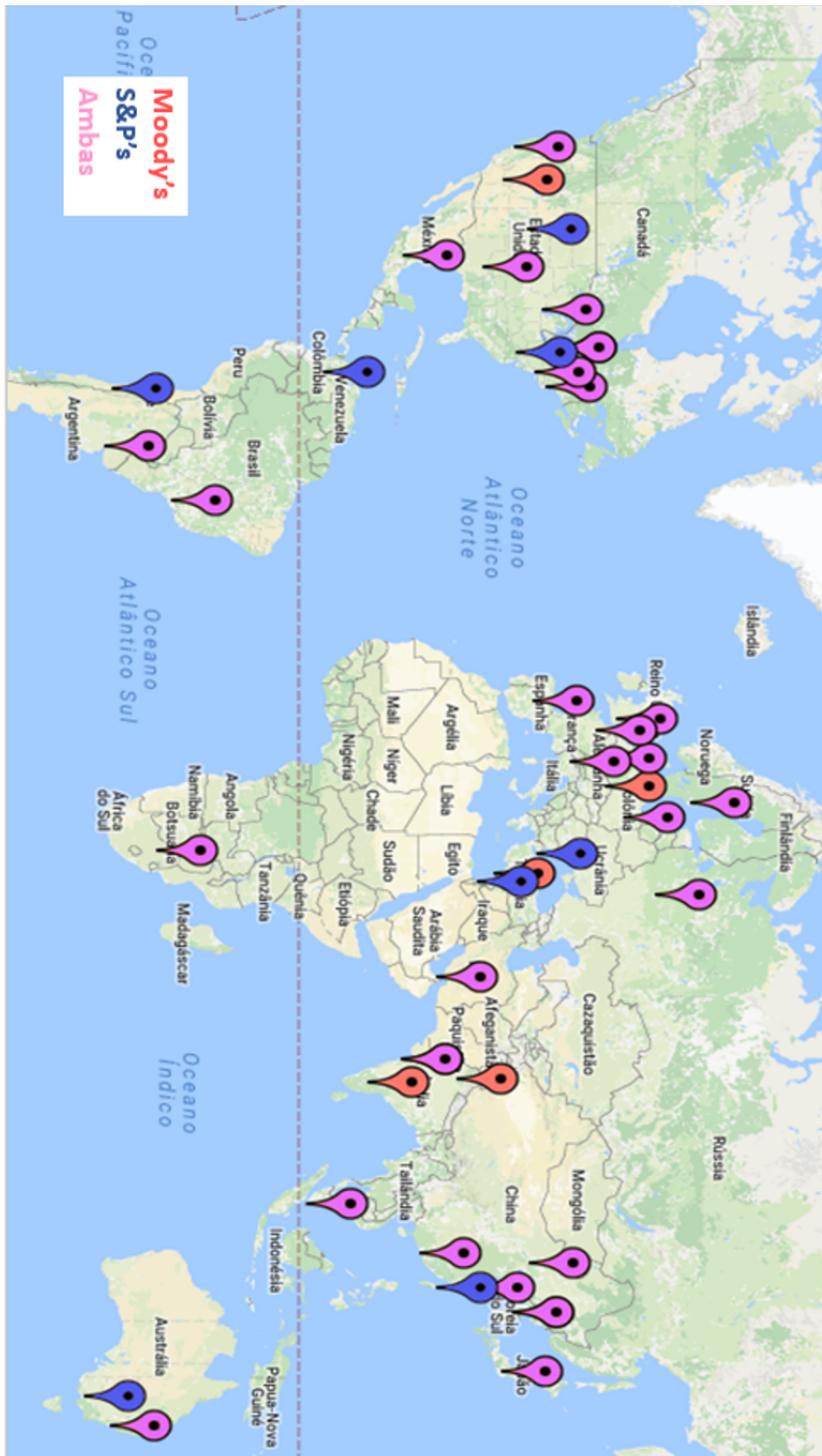
aqueles que emitem os títulos de dívida a serem avaliados, ou seja, os possíveis devedores. Após a realização das avaliações, elas são divulgadas para o público sem custos. A mudança no modelo de lucratividade normalmente é justificada pela facilidade da cópia e pirataria, que dificulta a lucratividade por assinaturas – mas, em termos gerais, cobrar do emissor faz mais sentido que cobrar do assinante visto que, como veremos na seção seguinte, as avaliações das agências passaram a ser praticamente obrigatórias no SFI. Nos anos 1990, 75% da renda das agências adveio das taxas cobradas dos emissores de dívida (SINCLAIR, 2005, p. 29).

Com a queda do sistema de Bretton Woods e seus controles de capital, aumentou bruscamente o número de títulos no mercado, diminuindo, em decorrência, a qualidade dos títulos. Nesse cenário, as agências voltam a ganhar importância, pois as “avaliações ajudaram a distinguir entre as emissões e o preço da dívida, em vez de simplesmente excluir emissores do mercado, como foi o caso da época do conservadorismo das avaliações” (SINCLAIR, 2005, p. 27). Dito de outra forma, atualmente os emissores com menor credibilidade podem entrar no mercado e emitir dívida, visto que as AACs, ao os avaliarem, indiretamente estabelecem os preços (ou juros) necessários para seus títulos serem comercializáveis.

Onde antes um grupo pequeno de bancos controlava os fluxos de crédito, na financeirização os fluxos são dispersos e heterogêneos, e os bancos são menores e possuem menos informações – conseqüentemente, mais necessidade de utilizar as agências. Nesse sentido, o fenômeno da terceirização de atividades ocorreu tanto com bancos quanto com outros agentes financeiros e tem como um dos grandes exemplos as AACs, através da terceirização das atividades de avaliação de risco.

Outra faceta fundamental desse ressurgimento das agências, que começou a aparecer principalmente nos anos 1990, foi a sua internacionalização, que pode ser entendida tanto pelo espraiamento de sedes das grandes agências pelo mundo como o começo da emissão de notas de títulos de Estados espalhados pelo globo. Em relação ao primeiro fator, a Imagem 2 mostra a internacionalização do duopólio estadunidense.

Imagem 2 - Escritórios da Moody's e da S&P's pelo Mundo.



Elaboração própria. O mapa evidencia somente os escritórios da S&P Ratings e a Moody's Investors Services. Escritórios de outras partes constituintes da S&P Global e da Moody's, assim como AACs parceiras delas pelo mundo, não foram contabilizados. Fonte dos dados: (MOODY'S INVESTORS SERVICE, 2017a); (S&P GLOBAL RATINGS, 2017b)

É possível concluir, ao extrair as informações do mapa, que as empresas estão espalhadas por parte considerável do globo, ainda que exista uma tendência à concentração de escritórios na

Europa e nos EUA. A América Latina, a Oceania, o Sudeste Asiático e, principalmente, a África ainda estão aquém da Ásia e do Atlântico Norte. Além disso, a S&P's possui mais escritórios e está mais espalhada pelo mundo que a Moody's. Entretanto, no geral elas estão localizadas nas mesmas cidades, visto o número de marcadores rosas do mapa.

A internacionalização também está refletida no maior número de avaliações atribuídas a soberanias. Esse fenômeno ocorreu tanto na esfera do Estado quanto de outros entes federativos, como estados e municípios. Em relação aos Estados, a expansão das agências se iniciou nos anos 1990 e se mantém no início do século XXI. No começo dos anos 2000, a S&P avaliava 82 Estados soberanos, e a Moody's, 93. (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2010, p. 3). Em agosto de 2017, de acordo com os dados publicados pelas agências, a Standard & Poor's possui 130 notas de Estados soberanos, enquanto a Moody's, 133 (S&P GLOBAL, 2017b; MOODY'S INVESTORS SERVICE, 2017b). Outras AACs espalhadas pelo resto do mundo não têm o perfil global do duopólio estadunidense, que, devido à internacionalização, possuem um poder maior de comparação entre títulos emitidos globalmente.

Em relação a subnacionalidades, o número exato não é divulgado pelas agências, mas são centenas de avaliações espalhadas pelo mundo. Em um relatório da Moody's de julho de 2017, ela avaliava 450 notas, com preponderância de notas do Japão, do México e do Reino Unido – mas os EUA não estão listados, o que implica que esse número é maior (MOODY'S INVESTORS SERVICE, 2017c).

Desenhada a trajetória de origem, ascensão, estagnação e ressurgimento das Agências de Avaliação de Crédito, o que falta é sinalizar os recentes declínios, relacionadas às crises do processo de financeirização do SFI. Alguns dos colapsos financeiros dos últimos trinta anos no SFI são atribuídos, ainda que parcialmente, a falhas das agências. Essas falhas estão relacionadas tanto à falta de capacidade das AACs em prever as crises quanto à tendência de aprofundamento da crise devido a como as agências lidam com elas. Na literatura, três crises financeiras são normalmente relacionadas à atuação das agências: a crise asiática de 1997; o colapso da Enron em 2001; e a crise do *subprime* de 2008. Ainda que não seja do escopo do trabalho aprofundar a análise sobre o papel das AACs nessas crises, um pequeno esboço do que aconteceu é necessário para entender o comportamento das agências – e dos Estados em relação a elas – no século XXI.

Antes de passarmos para a análise de cada uma das crises, é preciso perguntar: como se pode afirmar objetivamente que houve uma falha das AACs? As *rating failures*, como são conhecidas na literatura especializada, são normalmente identificadas por mudanças de notas abruptas e expressivas. Isso demonstra que a avaliação anterior não estava de acordo com o

ambiente internacional e, quando a crise financeira chegou ao conhecimento geral, as agências tiveram que reconhecer o erro ao realizarem mudanças drásticas. Essas mudanças não só mostram as falhas das agências, mas podem gerar comportamentos que aprofundam a crise, ao iniciarem uma “corrida às bolsas” ocasionada pela regulação – assunto que será aprofundado na próxima seção. A Tabela 2 identifica as falhas de avaliações em duas crises, a Asiática e a da *Subprime*, relacionadas a notas de títulos de Estados nacionais.

Tabela 2: Falhas de Avaliação das Agências de Avaliação de Crédito: Mudanças de notas da Moody's em um período de 12 meses

Falhas de Avaliação das AACs:	
Mudanças de notas da Moody's em 12 meses	
PAÍS	VARIAÇÃO DE NOTA
Crise Asiática (1997-1998)	
Indonésia	-7
Coreia	-10
Malásia	-5
Crise do <i>Subprime</i> (2007-2010)	
Grécia	-4
Islândia	-5
Letônia	-4

Elaboração Própria, com dados de (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2010, p. 29).

Passando agora para as crises, vejamos elas a partir de uma linearidade temporal – que, de maneira não acidental, mostra uma escala crescente no nível de envolvimento e responsabilidade das agências com a crise. Começando pela crise asiática, ela foi, entre as três citadas, a menos atribuída ao desempenho das AACs. Após um período de forte ascensão de economias asiáticas na segunda metade do século XX, uma crise cambial iniciada na Tailândia em 1997 levou a efeitos em toda a região, com esse país, a Indonésia e a Coreia do Sul pedindo ajuda financeira ao Fórum Monetário Internacional (FMI).

O processo de crise das economias asiáticas tem várias interpretações. A utilizada aqui é de Hwang (1999), que enxerga a crise como uma combinação de liberalização financeira e a política de taxa de câmbio fixa das economias do Leste Asiático, especificamente Tailândia, Indonésia, Malásia e Filipinas. As taxas de câmbio artificialmente fixadas em relação ao dólar ocasionaram aumentos nos déficits de conta corrente, que foram compensados por fluxos de capitais. Tais fluxos, apesar de serem principalmente de curto prazo e especulativos, eram fundamentais para a manutenção do pagamento da dívida soberana dos países asiáticos. Quando os investidores começaram a parar de acreditar na capacidade de pagamento dessas economias,

ao verem a deterioração de suas contas externas, passaram a vender seus títulos. A Tailândia declara o fim de sua paridade com o dólar, graças a esse movimento de fuga de capitais, o que gerou um comportamento de manada do setor financeiro – foi o início da crise no país. Dada a similaridade do perfil das contas das outras economias asiáticas e as conexões entre os setores financeiros dos países, as fugas de capital se espalharam para a região, ratificando uma crise generalizada.

Qual foi o papel das agências nessa crise? Os fatores descritos acima estariam postos com ou sem a atuação das agências. A incapacidade de prever a crise e o aumento da amplitude da crise são apontados como as duas críticas à atuação das AACs na crise asiática e, de acordo com Ferri, Liu e Stiglitz (1999), esses dois fatores estão relacionados. Antes e no momento inicial da crise, as notas fornecidas pelas agências para os quatro países acima mencionados era de investimento. Com o aprofundamento dela, as agências diminuíram as notas de maneira brusca e violenta – como demonstra a Tabela 2 – para níveis de especulação que são, segundo os cálculos estatísticos dos autores, menores do que os merecidos por seus indicadores econômicos. Dito de outra forma, elas compensam seu atraso com uma reação conservadora, em uma tentativa de manter sua reputação. O impacto dessa reação é o aumento do efeito manada, pois as novas notas vão orientar o comportamento dos investidores. Dessa forma, os autores concluem que em vez de alertar os mercados, que é o seu papel original, as agências, no caso da crise asiática, somente aumentaram a intensidade e a duração da crise econômica.

Na crise da Enron, o papel atribuído às agências foi maior que seu papel na crise asiática. A Enron era uma companhia de energia fundada em 1985 a partir da junção de duas companhias, adentrando os anos 2000 como uma das maiores companhias do seu setor do mundo (JR; SORKIN, 2001). Parte dos seus lucros, porém, advinha de técnicas para mascarar perdas da empresa e superestimar seus ganhos na hora de precificar seus títulos. A Investopedia fez um resumo das estratégias da empresa, que chama de contabilidade *mark-to-marketing*:

No caso da Enron, a empresa criaria um ativo, como uma usina de energia, e imediatamente reivindicaria o lucro projetado em seus livros, mesmo que não fizesse um centavo a partir dela. Se a receita da usina fosse inferior ao valor projetado, em vez de tomar a perda, a empresa transferiria esses ativos para uma corporação que não está contabilizada em seus livros, onde, logo, a perda não seria relatada. Esse tipo de contabilidade permitiu à Enron eliminar perdas sem prejudicar as contas da empresa (INVESTOPEDIA, 2016, tradução minha).

As AACs passam a ser responsabilizadas ao manterem altas notas para os títulos de dívida da empresa apesar desse cenário insustentável de encobrimento contábil das perdas. Esse cenário se tornou ainda mais preocupante visto que, como coloca Sinclair (2005, p. 167), a

Enron, por causar dúvidas no mercado financeiro a respeito de sua capacidade de pagamento, dependia fortemente das notas de investimento das AACs para arrecadar novos fundos – e as tiveram até cinco dias antes de formalmente declarar falência para as autoridades estadunidenses. Nesse sentido, as agências foram culpabilizadas pelas perdas dos investidores da empresa, que confiavam em suas avaliações para realizar suas decisões de investimento.

O que aconteceria se, em vez das AACs terem falhado para os títulos de uma empresa, elas tivessem falhado para os títulos de toda uma categoria de títulos, espalhados em diversos investidores globalmente? Esse é o cenário da crise do *subprime* de 2008, quando se registrou a maior falha até hoje nas avaliações das agências. A crise já foi explicada a partir de diversas correntes teóricas no capítulo anterior; vou aqui, portanto, somente explicitar o envolvimento das AACs nela.

De maneira resumida, seu papel foi explicitado a partir da avaliação *collateralized debt obligations* (CDOs). Os CDOs são grandes fundos que abrigavam agregados de títulos, desde os mais seguros até os com maiores riscos, numa tentativa dos bancos de diluir os riscos de abrigar títulos com alto risco de *default*, como os títulos *subprime*. As altas avaliações dos CDOs pelas AACs permitiram “que inúmeros papéis lastreados nas hipotecas *subprime* fossem classificados como de baixo risco ou, até mesmo, como *investment grade* pelas agências internacionais de rating” (BORÇA JUNIOR; TORRES, 2008, p. 142). Dessa forma, “aproximadamente 80% do que eram investimentos BBB ariscados agora pareciam títulos AAA” (LEWIS, 2010, capítulo 3). Essas avaliações superestimadas dos títulos *subprime* não eram um fenômeno isolado, mas sim espalhado no mercado hipotecário estadunidense, um dos maiores mercados do mundo e que atraía investidores estrangeiros. Após o estouro da crise, esses CDOs foram reavaliados e rebaixados drasticamente de nota. Logo, o caráter insustentável das artimanhas financeiras e o consequente estouro das bolhas, que no caso da Enron se transformou na falência de uma empresa, levou, em 2008, à maior crise financeiras desde 1930.

A partir desse pequeno relato histórico, foi possível entender quando as AACs surgiram e a mudança do papel delas ao longo do tempo. Elas nem sempre tiveram a mesma importância ou o mesmo grau de credibilidade no SFI, acompanhando a ascensão e queda da relevância e da credibilidade dos mercados financeiros para a economia internacional como um todo. Qual a importância e relevância delas atualmente? Como elas se sustentam como retentoras de poder no SFI? São essas perguntas que tentarei responder na próxima seção.

2.2 As fontes e expressões do poder das Agências da Avaliação de Crédito no Sistema Financeiro Internacional

Essa seção tem como objetivo inserir as agências no sistema, evidenciando a importância das AACs no SFI e as relações entre as AACs, os Estados nacionais e as outras empresas do sistema. Para essa inserção, é necessário, em um primeiro momento, demonstrar o poder das AACs no SFI e, em um segundo momento, entender de onde vem esse poder e como se estruturam as relações entre os diferentes atores do sistema a partir dele. Para a demonstração do poder, o método normalmente mais utilizado é analisar o impacto das notas das agências – principalmente, quando pensamos em *sovereign ratings*, os impactos quantitativos nos *spreads* dos títulos de dívida a partir de mudanças de notas – ainda que, como veremos, seja possível pensar em impactos de maneira mais ampla. O impacto é necessário para que as agências sejam um ator relevantes no SFI e será o objeto da primeira subseção.

Após entendido o impacto, é necessário entender suas origens, isso é, como os diferentes atores do sistema outorgaram – e, conseqüentemente, podem retirar – o poder das agências. De maneira resumida, o poder das agências advém de duas fontes de poder: da regulação dos outros atores, que se utilizam das agências para viabilizar seus investimentos; e da metodologia das agências, que consolida sua reputação para os outros atores do SFI – ainda que a metodologia seja mais uma consequência histórica da regulação do que uma fonte em si.

2.2.1 O poder *em si*: o impacto das agências no SFI

O impacto das agências é a maior comprovação da sua relevância no SFI, uma condição necessária para elas serem um ator do sistema. Veremos as duas fontes que levam as agências a terem impacto: a metodologia e a regulação. De qualquer forma, os impactos consequentes da atuação das ACCs servem de evidência cabal, e demonstram por si só, seu poder no sistema,. Resumindo, enquanto a metodologia e a regulação são fontes de poder, *o impacto seria, em essência, a manifestação do poder*.

A quantificação ou empiria desse poder é uma questão muito debatida na literatura. É possível, nesse sentido, procurar o impacto das AACs nos outros atores do SFI a partir de dois eixos: pela correlação entre a nota fornecida pelas agências e as diferenças de *spreads* dos emissores; e pela mensuração das mudanças nos *spreads* quando da mudança de uma nota. Enquanto o primeiro seria mais uma relevância estrutural, o segundo seria uma tentativa de isolamento das AACs como uma variável determinante do comportamento dos agentes no SFI.

É pela quantificação do impacto das AACs que podemos entender se elas adicionam informação ao SFI – isso é, tem um papel ativo no sistema – ou se apenas reagem à informação já existente.

Visto que não é um dos objetivos dessa dissertação, ou especificamente dessa seção, um estudo econométrico específico, vou utilizar outros estudos que procuraram medir o impacto das AACs no SFI. Em relação ao primeiro eixo, o estrutural, uma regressão trabalhada por Cantor e Packer (1997, p. 43–4), conclui que a variável avaliação das agências explica 92% da variação dos *spreads*. Esse não seria um dado suficiente, pois a avaliação das agências poderia estar só respondendo a outras variáveis já conhecidas pelos outros agentes do SFI, isto é, respondendo ao mercado e não o impulsionando. Os autores, portanto, realizaram uma segunda regressão utilizando oito variáveis elencadas por eles como as mais importantes para prever as notas das AACs e encontraram que esse conjunto explica 86% da variação nos *spreads*. Eles concluem que, visto que a nota das agências explica mais que as variáveis por si, as avaliações forneceriam informações que iriam além da informação já existente no SFI.

Existem alguns limites, porém, deste estudo econométrico. A escolha das variáveis a serem utilizadas é uma questão subjetiva, pois, como veremos a metodologia das agências não evidencia quais seriam as variáveis mais importantes. Isso leva a outros estudos terem conclusões diferentes: Langohr e Langohr (2008, p. 312) avaliam que “o poder explanatório da avaliação em si mesma é o mesmo do observável a partir de outras taxas de credibilidade por elas mesmas – como a taxa de cobertura de juros, arbitragem, volatilidade e tamanho”. Os autores concluem, nesse sentido, que as agências são um dos fatores responsáveis pela variação dos *spreads*, mas existem outros que também explicam tal variação e que não são resumidos nas notas das AACs.

Dada essas limitações em se pensar o impacto no sentido estruturante, o maior teste que pode ser realizado para avaliar o poder das agências é o efeito das mudanças de notas (*rating actions*) nos *spreads*. Apesar deste ser o melhor teste, ele ainda é imperfeito, pois as mudanças de notas acontecem em um ambiente de variações constantes nos indicadores utilizados pelas agências para seus julgamentos, e os agentes estão vendo a mudança nesses indicadores. Os argumentos de que as AACs somente respondem aos comportamentos do SFI são comuns (SERRANO; PIMENTEL, 2016), e uma evidência desse argumento é que movimentos consolidados de ascensão ou queda nos *spreads* já estão acontecendo quando as agências mudam suas notas.

Entretanto, estudos estatísticos de evento, em que se isolam um ou dois dias antes e depois do anúncio do evento, demonstram que os movimentos se acentuam a partir da mudança de nota das AACs. Estudos demonstram esses movimentos de diversas maneiras: o fenômeno

de maneira ampla (CANTOR; PACKER, 1997; GANDE; PARSLEY, 2004); a partir de uma ótica específica, como a das empresas (LANGOHR; LANGOHR, 2008, p. 328-30); e de um título específico, no caso os *credit default swaps* (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2010, p. 114) ou de um Estado específico, no caso o Brasil (FREITAS, 2014).

Outro método para comprovar esse impacto é utilizado por Liu, Seyyed e Smith (1999). Eles utilizam um exemplo histórico de quando foi possível isolar outras variáveis e somente testar o poder das AACs – quando a Moody's, em 1982, fez um refinamento em suas escalas de notas e, logo, mudaram suas notas independentemente, sem responder a mudanças de variáveis econômicas do SFI. A descoberta desse estudo é que esse refinamento levou a mudanças nos *spreads*, ratificando a ação independente das agências no SFI e o poder incremental que possuem em relação à quantidade de informação no sistema.

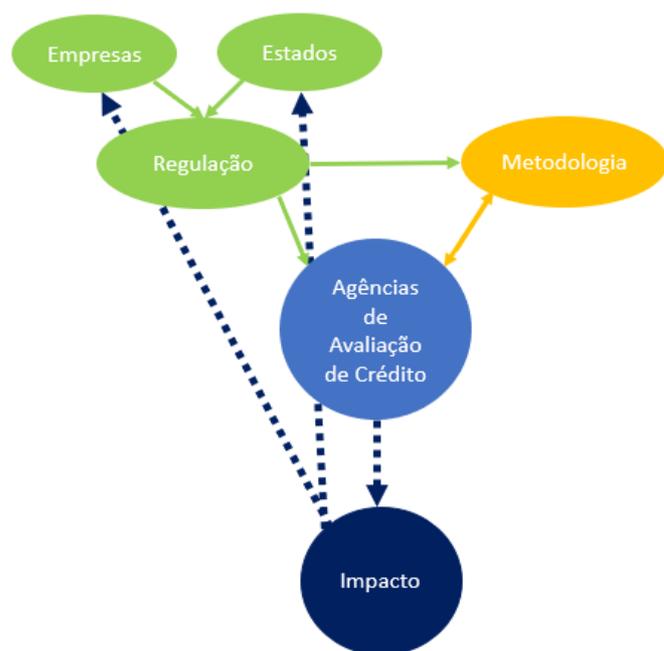
É importante destacar que esse impacto não é homogêneo em todos os tipos de mudanças ou agentes envolvidos. Tirando o estudo de Cantor e Packer (1997), todos os outros demonstram que *quedas de notas são mais importantes que ascensões em termos de impacto*. Essa conclusão se alinha com a ideia de que as informações mais difíceis de se obter dos emissores de dívida são suas fragilidades e, logo, as agências deteriam informações desconhecidas por outros agentes que determinaram a queda de nota, e os agentes, assim, responderiam mais fortemente a essa mudança. Nesse sentido, o maior gerador de impacto é, de acordo com o estudo do FMI (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2010, p. 114), a perda do selo de nota de investimento.

Esses estudos demonstram, portanto, que existe sim um impacto independente das AACs no SFI, e esse impacto determina sua relevância como ator do sistema. As agências podem não ser a única variável que explica as variações nos *spreads*, porém é uma delas, e, portanto, suas ações, ao serem vistas como uma informação incremental sobre o sistema, influenciam a tomada de decisão dos outros agentes e geram impacto. Esse impacto, porém, não advém automaticamente da existência das AACs e, logo, não é um poder que elas controlam inteiramente. Esse poder é fornecido às agências na medida em que elas criam uma reputação de credibilidade no SFI através de sua metodologia e são inseridas nas regulações privadas e públicas dos outros agentes do sistema, como veremos a seguir.

2.2.2 As origens do poder: relações entre Agências de Avaliação de Crédito, Estados nacionais e Empresas no Sistema Financeiro Internacional

Se atualmente as AACs exercem poder no SFI, é necessário investigar as origens desse poder, e quais as relações entre os atores do sistema que levaram a essas origens. Nesse sentido, o esquema da Imagem 3 é uma tentativa de organizar a complexidade das relações entre os três atores do SFI: Estados nacionais, agências e empresas. É importante ressaltar, antes de começarmos, que a maioria da literatura utilizada aqui e as linhas de raciocínio exploradas estão relacionadas ao período pré-2008. A crise, ainda que não tenha causado grandes alterações no quadro representado pela Imagem 3, trouxe alguns estremecimentos às questões colocadas nas próximas seções, principalmente por trazer maiores desconfianças na relação Estado-AACs. No próximo capítulo, procurarei em parte desconstruir esse esquema, trazendo ele para um olhar pós-2008.

Imagem 3: Os atores do SFI e as fontes de poder das agências.



Elaboração própria

De maneira resumida, a agência possui duas fontes de poder: a regulação e a metodologia. A regulação são as normas e leis de Estados e empresas sobre as agências. Ela fornece poder às agências ao criar uma relação de dependência desses dois atores às avaliações. A metodologia, por sua vez, é criada pelas próprias agências e assegura a credibilidade e inquestionabilidade das decisões das agências. Para a metodologia da Standard and Poor's e a Moody's ser inquestionável atualmente, porém, foi necessário um período de proteção e ganho de credibilidade dessas agências, que foi fornecido pela regulação. Apesar, portanto, de ser uma fonte de poder em si, a metodologia é em parte subordinada à regulação.

A partir dessas duas fontes de poder as agências passam a ser relevantes no sistema. Esse impacto é sentido pelos Estados e pelas outras empresas do SFI. Os Estados e as empresas são, portanto, parte da origem do poder das agências, mas não controlam diretamente aquilo que geraram, isso é, o impacto das agências neles. Essas causalidades criam relações de cooperação e de conflito entre os diferentes atores. Passemos agora, todavia, a destrinchar essas relações a partir das fontes de poder das AACs.

Vamos entrar primeiramente no que eu considero que é a fonte de poder mais importante para as AACs: a regulação. Antes de começarmos, porém, é importante esclarecer que existem dois subgrupos de regulações, que estão interligadas, mas devem ser entendidas separadamente: a regulação de atividades e a regulação de utilizações. Em relação à primeira, é o tipo de regulação que acontece em outros ramos da economia, no sentido colocar regras e limites para o comportamento dos agentes privados no SFI. A regulação de utilizações, por outro lado, está relacionada a normas de utilização de produtos de agentes privados por outros atores do sistema, no caso aqui das notas das AACs. Isto é, atores do SFI colocam nas suas regulações internas as notas das agências para estabelecer diretrizes de investimento. As notas a serem utilizadas precisam normalmente ser AACs reconhecidas pelo investidor, passando, no caso dos investidores públicos, por algum processo burocrático de reconhecimento.

Enquanto a regulação de atividades precisa estar necessariamente conectada a uma lei ou norma escrita, a de utilizações não, podendo ser só a utilização rotineira dos *ratings*. Focaremos aqui na regulação de utilizações das AACs, pois ela é o aspecto central da origem do poder das AACs, ao criar dependência dos atores do sistema nas agências e promover movimentos conjuntos de capitais a partir de mudança na avaliação de títulos. A regulação de atividades é um fenômeno mais recente do SFI, que está relacionado com as falhas das agências no século XXI e tentativas de controlar o poder delas – nos debruçaremos nela, portanto, no terceiro capítulo.

Três atores utilizam regulação de utilizações: os Estados, os investidores privados e as organizações internacionais – ainda que os últimos precisem que os Estados obedeçam às suas normas, o que limita sua importância. Isso demonstra que a criação de dependência entre os atores do SFI e as agências não é uma problemática relacionada somente a uma disputa Estado *versus* Capital, envolvendo dependências também Capital-Capital. Uma possível diminuição no papel das AACs no SFI, portanto, partiria, pelo menos nesse aspecto, de uma coordenação conjunta entre as três esferas acima mencionadas.

Bancos Centrais e autoridades regulatórias estatais espalhadas pelo mundo utilizam as avaliações das AACs de maneira praticamente mecânica nas suas regulações internas. Como

alguns exemplos, os agentes reguladores nacionais utilizam das agências: para identificar e classificar ativos, com o objetivo de identificar investimentos permitidos; para a avaliação de risco associado com a compra de ativos para securitização e oferta de títulos cobertos; como requisito para divulgação de empresas; e para assegurar a elegibilidade de prospectos (BIS, 2009, p. 3-4).

Todavia, outros dois aspectos relacionados à regulação de utilizações serão destacados aqui. Primeiro, a regulação nacional pode determinar quais os títulos que são aceitáveis como colaterais para a provisão de liquidez, e a margem de *haircut* aplicada nesse título. Por exemplo, o Fed obriga que bancos só podem realizar empréstimos cujos colaterais são ativos pré-estabelecidos – isto é, empréstimos em que não é possível ir atrás de outros ativos do devedor caso ele não pague o que deve – para títulos avaliados com AAA por uma das agências reconhecidas pelo Fed. A União Europeia tem uma regulação bem similar (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2010, p. 91–92), enquanto o Japão utiliza das avaliações para determinar riscos de mercado e do devedor e calcular em cima dos riscos a taxa de adequação de capital das companhias de seguros (BIS, 2009, p. 5).

O segundo aspecto, e acredito que o mais importante em termos de regulação de utilizações, são os requerimentos de capital. A percentagem de requerimentos de capital requerida pelas autoridades financeiras varia de acordo com a qualidade dos títulos retidos, e, para parte numerosa de Estados do SFI, essa qualidade é medida a partir da avaliação das agências. Isso ocorre pois, com exceção de alguns países centrais, que possuem regulação de atividades e de utilizações próprias, a maioria dos Estados seguem as diretrizes estabelecidas pelos Acordos de Basileia.

O Comitê de Basileia, que assinou seu primeiro acordo em 1988, é parte do *Bank of International Settlements* (BIS), uma organização independente de 60 Bancos Centrais. Os Acordos de Basileia têm como objetivo regulamentar e igualizar a atividade dos bancos membros do BIS em relação a vários aspectos, entre eles a utilização das AACs. No Segundo Acordo de Basileia, assinado em 2004, os portfólios dos bancos centrais de seus membros, assim como seus requerimentos de capital, são estabelecidos a partir das avaliações das AACs. Isso é uma grande mudança de Basileia I, quando os requerimentos de capital eram uma percentagem fixa para todos os bancos. Apesar dos Acordos de Basileia não terem caráter vinculante, a maioria dos países do BIS utilizam das diretrizes dos acordos de Basileia para sua regulação interna, ratificando a ampla utilização das agências para estabelecer os requerimentos de capital (BIS, 2009, p. 3).

Basileia III, acordo de 2010 que tentou realizar mudanças no sistema financeiro devido aos impactos de crise de 2008, não levou a mudanças significativas quando a questão é a utilização das AACs. O cálculo dos requerimentos de capital nesse acordo inclui um cálculo relacionado ao risco da contrapartida, isto é, os riscos relacionados não só ao *default* mas a todas as variáveis de risco referentes ao devedor. Essas expectativas de perdas relacionadas à contraparte são denominadas ajustamento da avaliação de crédito (*credit valuation adjustment*). Na fórmula utilizada para calcular os requerimentos de capital referente ao ajustamento, se aplica um peso variável à contraparte. Esse peso varia de acordo com as avaliações das AACs, e quanto melhor a nota, menor a importância dessa variável para o cálculo do requerimento de capital. As notas das agências também são utilizadas em Basileia III, assim como foram em Basileia II, para determinar os *haircuts* (BIS, 2010, p. 33-36; 45).

Em relação a entender quais agências podem ser utilizadas para os cálculos de requerimento de capital e *haircuts* em Basileia III, as agências cujas notas são válidas devem seguir protocolos específicos, mas elas serão de fato reconhecidas por cada Banco Central soberano – e não pelo BIS. Ainda que em Basileia III se enfatize a necessidade de transparência e publicidade das agências, o texto relacionado a elas se manteve praticamente o mesmo em relação à Basileia II. (BIS, 2010, p. 52-3).

Por último, agentes financeiros privados também utilizam da regulação de utilizações, ainda que ela normalmente não é uma regulação formalmente estabelecida pela empresa. Investidores financeiros de grande porte – sejam eles fundos mútuos ou de pensão, companhias de seguros, bancos ou fundos hedge – requerem uma avaliação externa de crédito para seus ativos de renda fixa. Por exemplo, apenas títulos com notas de investimento das agências são permitidos na formulação dos índices relacionados a títulos governamentais da zona do Euro (*Euro Government Bond*) da Barclays, banco multinacional com sede britânica (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2010, p. 8). Os índices do Barclays são atualmente utilizados para a tomada de decisão de investidores em ativos de renda fixa do mundo inteiro. Investidores de menor porte, por sua vez, utilizam ainda mais as avaliações das agências, pois podem, assim, externar seus custos com avaliação de risco de títulos.

A regulação de utilizações, portanto, é disseminada em entes públicos e privados, que moldam suas decisões de acordo com a nota das agências. A consequência dessa regulação é um fenômeno conhecido na literatura especializada como avaliações gatilho (*rating triggers*). O fenômeno recebe esse nome pois implica que uma mudança de nota levada a cabo por uma AAC – claro, uma AAC que seja reconhecida internacionalmente – tem um impacto generalizado nas decisões de investimento, podendo levar a fugas de capital e concentrando

capital nos investimentos com notas elevadas. Como já vimos na seção anterior, os impactos são ainda mais elevados quando estamos falando de quedas de notas. Nesse sentido, podemos concluir que a regulação, capitaneada por Estados, Organizações Internacionais e entidades privadas, atribui um forte poder das AACs no SFI ao institucionalizar o impacto das agências no sistema. Cria-se, assim, uma relação de codependência, onde os Estados e os agentes financeiros privados dependem das agências para avaliarem os riscos das suas decisões de investimento e as AACs dependem deles para terem impacto, e, logo, serem relevantes no SFI.

Passando agora para a metodologia, ela é a fonte de poder mais discutida na literatura, tanto na acadêmica especializada quanto no debate público. A metodologia das agências, como veremos, é obscura, com grandes limitações ao que podemos saber sobre como as agências determinam a nota dos títulos que avaliam. Resumindo, o SFI precisa confiar no julgamento das agências. A esse respeito, eu sustento dois argumentos: 1) essa limitação é determinante para que a metodologia seja uma fonte de poder das AACs; 2) outro fator determinante para a metodologia ser uma fonte de poder é a sua relação com a regulação, pois a reputação das agências (pensando aqui na Moody's e na S&P's) foi o resultado de um processo histórico e atual de regulação de utilizações dessas agências no mercado financeiro estadunidenses.

Iniciaremos olhando para como se constitui a metodologia de *sovereign ratings* das grandes AACs. O principal objetivo das agências, ao explicarem sua metodologia, é demonstrar para seus clientes que, apesar do número grande de variáveis que podem ser consideradas para um julgamento, elas são elencadas, organizadas e aplicadas em um método que faz diferentes Estados passíveis de serem comparados quantitativa e qualitativamente. As agências sempre deixam claro que sua metodologia abriga fatores quanto quantitativos (em essência, econômicos) quanto qualitativos (em essência, políticos), mas afirmam que a utilização dos últimos não é um impedimento à realização de avaliações imparciais e transparentes.

Começando pela S&P's, a avaliação da empresa é dividida em cinco áreas: 1) institucional; 2) econômica; 3) externa; 4) fiscal; 5) flexibilidade monetária. Para cada uma dessas áreas, vários indicadores são listados. Por exemplo, para a variável institucional, a transparência, o histórico de pagamento de dívida do país, a resposta a choques econômicos e a promoção de um crescimento econômico balanceado; para a econômica, os níveis de renda, as perspectivas de crescimento e a diversidade e volatilidade econômica; para a externa, a liquidez e a dívida externa e a moeda; para a fiscal, a flexibilidade econômica, e a estrutura da dívida; para a monetária, a coordenação da política monetária com a fiscal e outras políticas. Cada avaliação de uma área é resumida em uma escala de 1 a 6 e depois as avaliações são

contrastados para chegar a uma avaliação abrangente final (STANDARD & POOR'S, 2015, p. 2-4).

A Moody's (MOODY'S INVESTORS SERVICE, 2016), por sua vez, tem uma abordagem muito parecida com a Standard and Poor's, principalmente relacionado a aglutinação de critérios. A agência separa vários subfatores e indicadores de subfatores em quatro "Fatores Amplos de Avaliação": 1) Força Econômica; 2) Força Institucional; 3) Força Fiscal; 4) Suscetibilidade a Evento de Risco. Cada um dos Fatores Amplos é dividido em subfatores e esses subfatores são expressados em variáveis. Cada subfator tem um peso determinado na construção do Fator Amplo. A lista de subfatores e indicadores de cada Fator Amplo de Avaliação é mais extensa do que a da S&P's, então não caberia citar todos aqui. A título de exemplo, vejamos o Fator Amplo de Força Econômica a partir da Imagem 4

Imagem 4: Fatores Amplos, Subfatores e Indicadores do Fator Força Econômica, de acordo com a Metodologia da Moody's.

Broad Rating Factors	Rating Sub-Factor	Sub-factor Weighting (towards Factor)	Sub-Factor Indicators
Factor 1: Economic Strength	Growth Dynamics	50%	Average Real GDP Growth $t-4$ to $t+5$
			Volatility in Real GDP Growth $t-9$ to t
			WEF Global Competitiveness Index $_t$
	Scale of the Economy	25%	Nominal GDP (US\$) $_t$
	National Income	25%	GDP per capita (PPP, \$US) $_t$
	Adjustments to Factor Score	0 - 6 scores	Credit Boom Other

Fonte: (MOODY'S INVESTORS SERVICE, 2016, p. 3).

A partir da união dos subfatores, para cada Fator Amplo de Avaliação é dado um resultado final, que é mapeado em uma das 15 categorias, que vão de Muito Alta Positivo (*Very High Plus*) até Muito Baixa Negativo (*Very Low Minus*). Depois desse mapeamento, os Fatores Amplos de Avaliação são contrastados para chegar em uma nota final.

Não é necessário, para o escopo desse trabalho, um maior aprofundamento sobre a metodologia das AACs, pelo menos em como ela é descrita pelas agências. As justificativas para essa limitação são três. Primeiramente, e mais importante, os diferentes indicadores não são colocados em uma escala de importância, hierarquia ou peso para a nota final. Logo, não é possível ver como as agências utilizam da grande base de dados que coletam para chegar a uma nota final. A Standard and Poor's, por um lado, nem menciona essa questão, pelo menos no relatório oficial sobre sua metodologia utilizado nesse trabalho. A Moody's, por outro lado, tem

uma metodologia que leva mais isso em conta. Como já coloquei acima, ela revela o peso dos subfatores na hora de estabelecer um Fator Amplo de Avaliação.

O que ela não faz, porém, é a indicação do peso de cada Fator Amplo de Avaliação para a Nota Final. Em sua metodologia, ela indica que cada Fator Amplo é mapeado em uma categoria, mas não especifica como esse mapeamento ocorre. Essas categorias são aos poucos aglutinadas em gráficos para chegar a uma nota final. Em relação ao peso de cada um dos Fatores Amplos nessa aglutinação, ela apenas enfatiza o peso da Força Fiscal, ainda que de maneira relativa: “o peso da Força Fiscal é mais alta para países com Resiliência Econômica moderada” (MOODY’S INVESTORS SERVICE, 2016, p. 5), e o papel do fator Suscetibilidade a Evento de Risco “[...] a Suscetibilidade a Evento de Risco (Fator 4) de um país é um constrangimento que pode apenas diminuir a extensão alpha-numérica que resulta da combinação dos três primeiros fatores” (apud, p. 6). Resumindo, análise da metodologia da S&P’S e da Moody’s me faz concluir que não é possível chegar às notas finais das agências apenas seguindo os passos por elas esclarecidos.

A segunda justificativa para não nos aprofundar na metodologia das agências é a falta de metodologia para assignar as perspectivas de abaixamento ou aumento de nota (ou *outlooks*). O fato delas não serem mencionados na metodologia e serem usados extensivamente pelas agências demonstra a margem de manobra que resta às agências para elas avaliarem os títulos. Por fim, a terceira e mais importante justificativa é a ausência da metodologia quando as agências publicam relatórios explicando o aumento e rebaixamento de nota de um título ou a mudança dos *outlooks*. Algumas variáveis são explicitadas; o processo no qual elas mexeram nos Fatores Amplos pela Moody’s ou nas notas dos diferentes tipos de avaliação da Standard and Poor’s, não. Enquanto por um lado essa questão poderia ser justificada pelo caráter excessivamente técnico de realizar tal explicitação, a ausência dela leva à inutilidade das explicações metodológicas.

Vejamos dois exemplos, que demonstram como as notas parecem ser mais baseadas no contexto político e econômico do que em variáveis e suas importâncias relativas para a constituição da nota final. A Moody’s em junho de 2017 aumentou a nota dos títulos soberanos gregos de longo prazo. A nota grega passou de Caa3 para Caa2, e a perspectiva de mudança foi de estável para positiva. No relatório que justifica sua ação, a Moody’s destacou a liberação de 8,5 bilhões de euros em ajuda para o Governo grego. Além disso, a agência destacou o superávit fiscal do país em 2016, 4% do PIB, que foi além da meta do Governo (GERBASE, 2017a).

Um mês depois, as agências de avaliação de risco Standard and Poor’s e Moody’s avaliaram negativamente o resultado das eleições britânicas, realizadas no mesmo mês de julho.

Elas afirmam que o novo cenário de instabilidade política pode agravar a já complicada trajetória de crescimento econômico do país. Dessa forma, emitiram relatórios afirmando que estavam avaliando um rebaixamento da nota britânica. Em seu relatório, a Moody's afirmou que o futuro da nota do Reino Unido dependerá de dois fatores: primeiro, o resultado das negociações do *Brexit* e as implicações dessa saída para seu crescimento econômico; segundo, o desenvolvimento nas contas fiscais, dado o déficit fiscal e o aumento da dívida pública britânica (GERBASE, 2017b).

Em ambos os relatórios, não foi mencionada a metodologia das agências. Em vez de um relatório técnico que esmiúça como as mudanças nos contextos políticos e econômicos interferem (ou interferirão) na nota, os relatórios são uma opinião jornalística de atores especializados em avaliação de risco de dívida para uma região ou país específico¹⁴. E, em grande medida, é isso que as agências proclamam ser, apenas emissores de opiniões. As empresas enfatizam esse argumento para garantir seu direito à opinião, como se fosse a opinião de qualquer outro jornalista (BRUNER; ABDELAL, 2005, p. 206). Além disso, ambas agências afirmam que emitem a nota após reunião do comitê dos membros da equipe que está avaliando uma nota, que vai discutir os dados e emitir seu julgamento final. Esse método aumenta a sua margem de manobra na hora de realizar suas avaliações e clarifica que, acima de tudo, a avaliação é uma opinião bem informada.

Outro aspecto sobre a metodologia debatido pela literatura é o tempo entre os acontecimentos e mudanças de variáveis e as mudanças de notas, isso é, o tempo de resposta das agências. Estudos apontam que, em um nível conceitual, as AACs poderiam utilizar uma abordagem *Point in Time* ou uma *Through the Cycle*: a primeira utiliza informações atuais ao calcular as métricas de risco padrão que são mapeadas para calcular uma nota; a segunda utiliza mais tendências, não atualizando automaticamente mudanças nas métricas na nota final. Isso é, enquanto a primeira é mais precisa, a segunda é menos volátil. O FMI acredita, a partir de evidências anedóticas, que as AACs utilizam a segunda abordagem. O preço de sua estabilidade é um caráter pró-clico abismático, pois quando as agências finalmente ajustam as notas, elas estão muito desatualizadas, o que acarreta mudanças bruscas de nota (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2010; KIFF; KISSER; SCHUMACHER, 2013). As avaliações, portanto, são, além de opacas, definitivas, pelo menos no curto e médio prazo. Esse método assegura uma maior credibilidade às agências, que, logo, não estão sempre mudando de ideia – ainda que,

¹⁴ É importante ressaltar que as agências produzem relatórios mais técnicos, mas eles são limitados a assinantes.

quando elas erram, o erro é muito expressivo, como vimos quando analisamos as crises recentes das AACs.

Como que, então, elas mantêm seu poder com as crises de credibilidade? Se elas precisam que os investidores confiem cegamente nelas, pois não é possível destrinchar sua metodologia, e suas notas não respondem automaticamente a mudanças em variáveis políticas e econômicas, porque seus erros e imperfeições não a retiram automaticamente do SFI? Essa questão é mais contundente quando pensamos nos investidores privados, que em teoria seriam os que mais rapidamente deixariam de confiar nas empresas e utilizar delas para sua regulação de utilizações. Além de questões mais estruturais, como a importância delas para a perpetuação de ideais de política econômica ortodoxa ou criação de vulnerabilidades para estados periféricos – questões de veremos no terceiro capítulo –, o meu segundo argumento é que elas se mantêm pela institucionalização histórica da utilização delas através da regulação perpetuada pelos Estados.

Esse ponto ficará mais claro no terceiro capítulo, quando adentraremos mais na história da regulação das AACs estadunidenses. Resumindo a questão aqui, porém: se as AACs ainda são utilizadas nas decisões de investimento de Estados, elas ainda importam. A condição singular da Standard and Poor's e da Moody's é que sua credibilidade e reputação é assegurada pela perpetuação histórica da regulação de utilizações pelos EUA¹⁵. O governo estadunidense impõe há mais de um século a utilização exclusiva de suas AACs para a realização de diversas ações por atores do seu mercado financeiro, o que levou a uma reserva de mercado que consolidou a credibilidade das AACs. Mesmo quando elas erraram, elas não sofreram punições. Com a expansão do mercado financeiro estadunidense para o resto do mundo, essa credibilidade interna se espalhou externamente. Dessa forma, a metodologia opaca e muitas vezes errônea é assegurada e garantida pelo poder de regulação estadunidense, e essa garantia ao longo de mais de um século levou às AACs a terem uma reputação que não é embasada totalmente em quanto ela é eficiente para o SFI.

Para efeito de conclusão, volto a enfatizar o poder da metodologia, como uma fonte de poder em si e uma consequência da imposição histórica da regulação de atividades. Caso soubéssemos exatamente como as agências operam, outros agentes econômicos poderiam imitar sua metodologia e realizar seu julgamento final sozinho, ao escolher o que incluir, e o que dispensar, da metodologia das agências em suas escolhas de investimento. A fonte de seu poder, assim, não é a quantidade de dados que coleta ou a economia de escala que atinge, mas

¹⁵ Essa análise vai ao encontro das ideias de Kerwer (2002), um dos poucos autores que coloca a importância da regulação estatal para a perpetuação do poder das AACs.

sim o seu julgamento, ou seja, a sua suposta avaliação externa, imparcial e bem informada sobre a capacidade ou não de pagamento de um título. Esse julgamento vai utilizar dos dados e fatos, mas pretende ir além deles, adaptá-los para contextos distintos e deixar não eles, mas as opiniões dos *experts*, darem o julgamento final.

Além disso, o julgamento é simples, de caráter jornalístico – isto é, pode ser entendido pelo grande público – e tem caráter mais ou menos perene na visão da agência sobre aquele título. Essa simplicidade e confiabilidade retira do investidor qualquer necessidade de realizar julgamentos por si próprio. A combinação da complexidade das agências – renomadas no SFI por serem grandes retentoras do conhecimento sobre risco e reconhecidas pelos Estados e investidores privados – com a simplicidade de seus julgamentos finais fazem as AACs serem agentes formadores de opinião no sistema, e, dessa forma, gerarem impacto neste. Esses julgamentos são pouco questionados, mas, quando são, o Estado está ali para assegurar que o seu papel no SFI se mantenha no sistema.

2.3 Considerações finais sobre fontes de poder: é possível achar padrões nas relações entre os atores?

Após a explicação mais detalhada de quais são as fontes de poder das agências, é possível concluir que o impacto que elas têm no SFI ratifica sua importância nele. Se elas têm impacto elas têm poder de, no mínimo, influenciar – e, no extremo, determinar – as escolhas dos outros agentes do SFI. Ao combinar com sua metodologia a utilização de suas notas por outros atores via regulação, cria-se a receita para um grupo seletivo de *experts* das AACs determinarem movimentos nos mercados financeiros. Mas qual é o impacto desse poder em relação aos diferentes atores do SFI? E como as relações entre os atores se estruturam através desses impactos?

A narrativa até agora não se propôs a responder isso de maneira mais sistemática. Ela coloca que, por um lado, os Estados e empresas são impactadas pelas agências, seja de maneira positiva ou negativa. Por outro lado, eles não são meros agentes passivos dessa autoridade – eles agem e reagem em relação ao poder das agências. Como já vimos, são os agentes que em grande parte fornecem o poder a elas via regulação – e, portanto, por vezes agem para diminuir tal poder. Existem, portanto, tentativas de coibir o poder e a autoridade das agências no SFI. A resistência às agências ocorre de diversas formas, que vão desde movimentos relacionados a diminuir os erros das agências, mas mantendo o seu poder e autoridade no sistema, a outros que almejam diminuir de forma abrangente esse poder via regulação de utilizações.

Além de criarem o poder das agências e ao mesmo tempo resistirem a ele, os outros atores podem se utilizar do poder estrutural das AACs para seus interesses e objetivos próprios. Empresas e estados podem se utilizar das agências como justificativa para suas ações, e em contextos de fortes cortes de gastos ou reformas estruturais, tais justificativas podem vir a ser deveras úteis. Um exemplo desse movimento nas empresas foram as pressões de diminuição de nota da France Telecom em 2002, que foram instrumentais para criar as circunstâncias necessárias para realizar uma mudança na presidência das empresas sem maiores rompimentos ou consequências (LANGOHR; LANGOHR, 2008, p. 309). No caso de governos, as pressões das AACs e as possíveis quedas da nota brasileira foram justificativas utilizadas pelo governo brasileiro nos últimos anos para promover políticas de ajuste fiscal (SERRANO; PIMENTEL, 2016).

Dessa forma, podemos concluir, a partir dessa esquematização das fontes e relações desenhada até aqui, que as relações entre as agências e os outros atores do SFI são diversas e complexas. Focando aqui nos Estados, que são mais especificamente objeto dessa dissertação, eles ao mesmo tempo originam o poder das agências, são impactados por ele, procuram diminuir-lo e resistir-lhe e, em outros casos, utilizá-lo para promover os seus interesses. Essas ações são, obviamente, contraditórias, o que evidencia que a análise realizada até aqui não é suficiente para entender a relação das agências com os Estados. Dessa forma, eu proponho adicionar uma camada de análise, relacionada à Economia Política Internacional e as diferenciações entre os estados: Quais Estados originam esse poder? Quais são mais impactados por ele? Quais resistem? Quais se utilizam dele? Dito de outra forma, como o jogo político e econômico entre os Estados nacionais se reflete no poder das AACs? São essas as questões que guiarão o terceiro e final capítulo.

3. O PODER E AS AGÊNCIAS DE AVALIAÇÃO DE CRÉDITO: UM OLHAR DA ECONOMIA POLÍTICA INTERNACIONAL

O terceiro capítulo tem como objetivo inserir as agências dentro dos campos disciplinares discutidos no capítulo 1. Tanto marxistas quanto ortodoxos e keynesianos inserem as agências nos seus discursos acerca da financeirização. A EPI, entretanto, é, ao meu ver, a linha de pesquisa por excelência sobre o assunto, pois ela busca conectar os diferentes agentes do SFI e evidenciar as relações de poder entre eles. Nesse sentido, o segundo capítulo se estruturou em parte em uma visão do que estou chamando aqui da EPI tradicional.

Falta nas discussões mais tradicionais de EPI sobre o assunto, todavia, adentrar mais na figura do Estado. O Estado – não só na EPI, mas em grande parte da literatura sobre o assunto, seja ela ortodoxa ou heterodoxa – vem sendo tratado como unitário e é desconsiderado de qual Estado nós estamos falando. Quando materializamos os Estados e entendemos as relações dos diferentes Estados com as agências, é possível propor novas formas de entender o SFI. Dessa forma, é nesse capítulo que delineio a ideia central desse trabalho: que a ordem e a magnitude dos vetores de poder que relacionam os diferentes Estados e as AACs no SFI variam de acordo com a posição de um Estado no SFI e que existe uma luta constante entre os Estados pelo poder de avaliação cultivado pelas agências estadunidenses.

Nesse sentido, esse capítulo será dividido em duas partes: primeiro, vou apresentar as visões mais tradicionais sobre as agências, sob as perspectivas keynesianas, ortodoxas e marxistas. Na segunda, apresento minha visão sobre as agências a partir da EPI, na qual utilizo da mesma divisão da EPI do capítulo 1, diferenciando a luta pelo poder entre as grandes potências das relações estruturais que existem entre estados centrais e periféricos.

3.1 As Agências de Avaliação de Crédito e as teorias da financeirização

Depois de realizar pequenos ensaios sobre a financeirização e sobre a história das Agências de Avaliação de Crédito, chegou o momento de conectar os dois capítulos e pensar como as diferentes correntes de pensamento econômico se relacionam com as agências. A pergunta é: se as AACs têm de fato poder no SFI, em que direção atua esse poder? Que tipo de relações elas instigam, conflituosas ou cooperativas? Que atores são privilegiados? Que políticas econômicas são encorajadas?

As análises sobre o papel das AACs no SFI normalmente não são feitas explicitamente utilizando uma teoria econômica. Dessa forma, o exercício realizado aqui é exclusivamente

desse trabalho, não implicando que os autores utilizados para analisar as agências fizeram referências explícitas às visões teóricas colocadas aqui. Não será do espanto de ninguém, entretanto, que realizar esse exercício seja possível, visto que as análises que enxergam os pontos positivos das agências normalmente fazem isso a partir de um ponto de vista ortodoxo, e as críticas são feitas utilizando argumentos heterodoxos.

Começando pela teoria *mainstream*, ela é a forma que tradicionalmente é descrita a funcionalidade positiva das agências no mercado financeiro internacional contemporâneo. Num mundo de maiores incertezas e informações, os agentes necessitam de estabilidade, de convenções e instituições para guiar seus comportamentos. As AACs, nesse sentido, fornecem requerimentos, padrões claros e transparentes, que os agentes que desejam se transformar em devedores no mercado de capitais devem seguir (IOANNOU, 2013, p. 6-7; GRAVAS, 2012).

Ao utilizar economias de escala para julgar uma enormidade de informações, as agências possuem uma quantidade de dados que outras instituições financeiras não especializadas na avaliação de títulos não conseguem atingir (CANUTO; DOS SANTOS; DE SÁ PORTO, 2012, p. 3). Além disso, ao agirem de maneira padronizada e transparente – divulgando ao público suas avaliações –, elas reduzem a assimetria de informações entre os credores e os devedores, visto que o devedor sempre possui, à primeira vista, mais informações que o credor. Dessa forma, as agências aumentam a transparência e credibilidade dos devedores, diminuindo, assim, as taxas de juros que eles precisam oferecer para se inserir no mercado. Elas também viabilizam investimentos de investidores menores – que, ao utilizar as avaliações das agências, externalizam seus custos de avaliação de risco. Em resumo, elas inserem um número maior de atores e de capital no SFI, aumentando a liquidez de todo sistema.

A visão mais positiva que a teoria ortodoxa tem sobre as agências, porém, não a inibe de criticá-las. Dada a profundidade das crises econômicas citadas anteriormente, cujo papel negativo das agências é inegável, todas as correntes teóricas se viram compelidas a criticá-las, nem que seja apenas para encontrar efeitos negativos menores, específicos dos contextos e empresas particulares, e passíveis de ser corrigidos. Bruner e Abdelal (2005), por exemplo, criticam o protecionismo advindo do sistema de regulação (de utilizações) das agências pelos EUA por garantir mercado para as grandes AACs e, assim, desestimular melhorias nos níveis de precisão das empresas através da competição. Por outro lado, eles também defendem uma maior regulação (de atividades) das agências em prol de explicitar a separação entre as variáveis qualitativas e quantitativas das avaliações. Partnoy, por sua vez, tem uma visão mais ousada, ao propor que os Estados obriguem as agências a investirem nas empresas que fornecem suas

notas, o que levaria aos impactos das mudanças de notas a terem consequências não só nos outros agentes, mas nelas mesmas (PARTNOY, 2009).

O FMI tem propostas parecidas para solucionar os problemas advindos das avaliações das empresas. A desregulamentação é de fato importante, mas uma maior supervisão rotineira das agências também é necessária, visto que elas devem manter sua importância no SFI do futuro. Outras críticas estão no caráter pró-cíclico da metodologia e no modelo de arrecadação das empresas (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2010) – que, como veremos logo a seguir, também são críticas das vertentes econômicas heterodoxas. Dessa forma, é possível concluir que mesmo a abordagem ortodoxa está analisando algumas das origens das falhas das agências, ainda que sempre identificando soluções que mantenham inalteradas as bases do SFI.

As críticas heterodoxas às AACs podem ser vistas a partir de três eixos principais, que são: 1) os conflitos de interesses causados pelo modelo de lucratividade e pela expansão das atividades das agências; 2) seu caráter pró-cíclico; 3) a transmissão e reforço de valores e políticas da ortodoxia econômica no Sistema Financeiro Internacional.

Em relação a primeira crítica, ela utiliza o conceito de conflito de interesse¹⁶. Esse conceito é muito utilizado nas análises sobre as ACCs. Como vimos no capítulo 2, a partir da segunda metade do século XX, a grande maioria das AACs tem em seus clientes aqueles que emitem os títulos de dívida a serem avaliados. Existem problemas inerentes a esse modelo de lucratividade. As AACs precisam ao mesmo tempo atrair clientes e, depois de atraí-los, serem imparciais em suas avaliações sobre eles e em seu monitoramento posterior. Quando somado isso à limitada (mas existente) concorrência entre as empresas no mercado e a participação indireta das AACs nos lucros das empresas, visto que seus pagamentos advêm das empresas que avaliam, cria-se uma receita para a sobrevalorização de avaliações. Outro aspecto do problema de conflito de interesses existe devido à expansão das atividades das empresas nas últimas décadas. Ao também fornecerem consultoria, elas basicamente aconselham sobre a formação de títulos que elas vão avaliar num momento posterior, o que suscita um evidente conflito de interesse e elimina a objetividade das avaliações (SHORTER; SEITZINGER, 2009, p. 8). Por fim, os conflitos de interesse já foram observados estatisticamente, visto que já existem estudos que mostram relações positivas entre o tamanho de bancos, o número de títulos que eles solicitam avaliação pelas agências e notas mais altas fornecidas por elas (IOANNOU, 2013, p. 8).

¹⁶ Conflito de interesse pode ser definido da seguinte forma: “Um conflito de interesse é um conjunto de circunstâncias que cria o risco de um julgamento ou uma ação profissional relacionada a um interesse primário seja indevidamente influenciado por um interesse secundário” (THOMPSON, 1993)

É possível colocar essa problematização acerca do conflito de interesse inerente ao modelo de rentabilidade das empresas em uma análise marxista e keynesiana. A imparcialidade e objetividade colocada pelos ortodoxos nas análises das agências é objetivamente questionada nessa análise: como elas serão orientadas apenas para a construção de estabilidade no sistema se elas são agentes capitalistas que têm seus interesses e seus meios próprios de acumulação? Na visão keynesiana, o Estado poderia cumprir esse papel, mas nunca o próprio capitalista rentista. Para os marxistas, nem o Estado estaria de fora do sistema para poder julgá-lo imparcialmente e, logo, toda a visão de equilíbrio dos mercados e racionalidade na alocação de investimentos é um fetiche financeiro para a acumulação de capital em grande escala.

O segundo eixo de críticas está relacionado ao caráter pró-cíclico das avaliações das AACs e é relacionado à visão keynesiana. Já vimos no capítulo dois porque as AACs têm um caráter pró-cíclico, mas agora podemos enxergar esse caráter através de uma visão keynesiana. Quando a economia está numa fase de ascensão, as avaliações ampliam as bolhas, ao julgarem a esfera internacional como favorável. A regulação de Basileia III corrobora tal tendência, pois as avaliações positivas das agências determinam menos retenção de capital por parte dos bancos, aumentando a vulnerabilidade do sistema (IOANNOU, 2013, p. 22). Nos momentos de crise, o rebaixamento de notas causa fugas de capitais que podem ser determinantes na falência de empresas ou de governos. Mesmo quando suas falhas nas avaliações são apontadas como causas das crises, o clima de incerteza gerado pela crise leva a um aumento na importância e utilização das agências (SINCLAIR, 2005). Dessa forma, é possível afirmar que as avaliações das AACs não só ajudam na formação de bolhas financeiras, mas acarretam em crises maiores que existiriam sem elas (GRAVAS, 2012).

Por último, pensadores da heterodoxia econômica, tanto marxistas quanto keynesianos, criticam as AACs por serem grandes promotoras dos princípios da ortodoxia na hora de avaliar os títulos, promovendo interesses e valores específicos apesar da sua suposta neutralidade. Normalmente essa crítica está relacionada à avaliação de dívida de governos, onde as agências “promovem implicitamente a mentalidade da ortodoxia econômica em relação a como todos os problemas, incluindo déficits orçamentários, devem ser resolvidos” (SINCLAIR, 2005, p. 177). Problemas como inflação e déficits são sempre considerados falhas das políticas governamentais, sendo a solução a austeridade e a privatização. Dessa forma, as AACs não só desincentivam um padrão econômico de comportamento heterodoxo, mas ameaçam aqueles que não seguem os princípios norteadores ortodoxos (IOANNOU, 2013, p. 15-20), orientando “greves de capital” contra aqueles que não os seguem.

Alguns autores do que estou chamando de EPI tradicional também chegam a essa conclusão. De maneira geral, eles colocam que a soma dos efeitos dos impactos das AACs no SFI leva a um poder estrutural, que é maior do que essa soma sozinha. Dito de outra forma, o resultado de cálculos estatísticos que almejam comprovar o poder das agências é menor do que a *de facto* importância delas no sistema. Ao se estabelecerem como um agente importante e perene do SFI, elas ganham o poder de influenciar as normas de comportamento dos demais agentes do sistema por sua simples existência. Sinclair (2005) coloca essa questão em termos de ganho de autoridade: em vez de mercados desorganizados e caóticos, a política econômica global contemporânea é organizada por instituições de grande autoridade que coletam e distribuem informações sobre os mercados e cujos julgamentos são seguidos pelos outros membros do sistema – e as AACs são o grande exemplo dessas instituições. Paudyn (2014) leva ao extremo esse raciocínio, ao colocar que a democracia está cada vez mais perdendo poder para a epistocracia – o governo daqueles que retém conhecimento – das AACs.

Assim, podemos averiguar que, de maneira geral, tanto ortodoxos quanto heterodoxos têm análises e opiniões sobre as AACs. Elas enxergam muitos dos mesmos problemas em como as agências hoje atuam, como a parcialidade, os conflitos de interesses, o movimento pró-cíclico e o modelo de lucratividade. Suas soluções, porém, são muito distintas, pois partem de visões diferentes sobre o SFI: enquanto os ortodoxos acreditam que é possível somente realizar alguns ajustes, os heterodoxos associam esses problemas a questões estruturais do sistema – e, logo, que só podem ser superados com medidas mais drásticas. Apesar dessa divergência, no entanto, veremos a seguir, que estas abordagens têm mais em comum do que a princípio é imaginado pois analisam o Sistema Financeiro a partir da mesma ótica - uma ótica da qual procurarei me afastar ao pensar nas AACs na perspectiva da Economia Política Internacional.

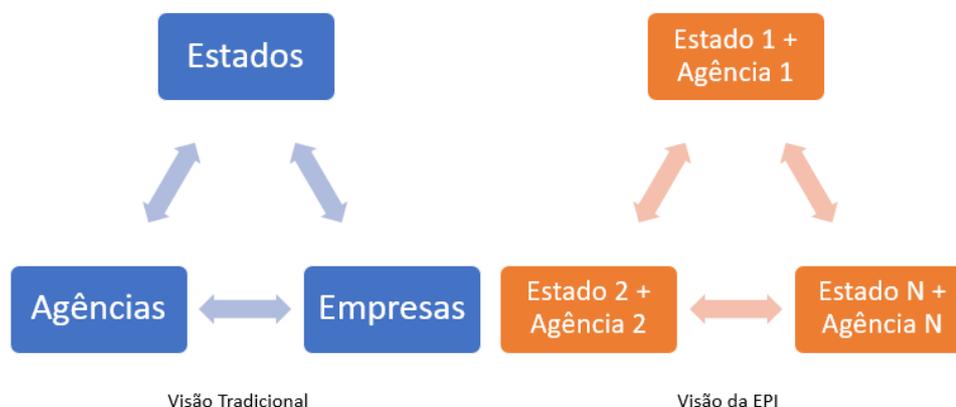
3.2 O olhar da Economia Política Internacional às Agências de Avaliação de Crédito

Apesar das teorias vistas acima serem muito diferentes, elas têm (salvo raras exceções) um ponto em comum : elas vêem os atores (o Estado e o Capital, simplifiadamente) do SFI como tipos ideais, caixas pretas que constroem relações de cooperação e conflito mais ou menos inerentes entre elas. O segundo capítulo da dissertação, ao trabalhar numa esquematização da literatura sobre o assunto, também seguiu esse caminho. As AACs, na maioria das vezes são tratadas como entes com interesses e comportamentos similares. Em um sentido amplo, as AACs possuem relações de cooperação com outras empresas, ao reduzirem os custos e proporcionarem liquidez ao sistema. Com relação aos Estados, eles são agentes importantes

para seu crescimento, via regulação de utilizações, mas podem limitar seu poder e liberdade, via regulação de atividades. Dessa forma, se desenha o padrão de relações entre Estados e Agências de Avaliações de Crédito.

O que eu proponho nesse capítulo é uma análise da atuação das AACs a partir de outra ótica, uma que materializa os atores do Sistema Financeiro Internacional e enxerga as relações de poder existentes entre o Estado e o Capital como parte das relações de cooperação e conflito existentes no Sistema Interestatal em geral. O SFI não está isolado do Sistema Interestatal, é uma das esferas dele – não se exime, portanto, de disputas pelo poder. Não existem somente relações entre Estados e agências, mas entre Estados e Estados e entre agências e agências e, como vimos no capítulo 2, Estados são fundamentais para o desenvolvimento do poder de suas agências nacionais. Dessa forma, altera-se a ótica de visualização das relações entre os atores do sistema, como ilustro na imagem a seguir:

Imagem 5: Os atores do SFI sob a ótica das Agências de Avaliação de Crédito



Elaboração própria

Na visão sobre o papel das agências no SFI utilizada até agora, exemplificada na parte azul da Imagem 4, a clássica dicotomia Estado *versus* Capital aparece, agora com uma parte do Capital destacada, a referente às Agências de Avaliação de Crédito. Essa dicotomia é muito necessária, pois explicita como os Estados e as outras empresas podem agir para incentivar ou coibir a atuação das agências. Ela não é suficiente, entretanto, para entendermos de forma completa a relação entre AACs e Estados, pois parcialmente ignora as relações entre as agências e o Estados a elas associados *versus* outras AACs e suas agências nacionais. Essa associação entre os Estados e suas agências, com todas as contradições inerentes a ela, surge quando são

os Estados os principais promotores de poder às agências em seus mercados internos, através da regulação. A aliança entre Estados e suas AACs existiu desde os primórdios da criação das agências e permanece até hoje.

Se são os Estados que em grande parte fomentam a expansão das agências, e existe um grau de concentração de poder em torno de poucas AACs, precisamos identificar de que Estados e agências estamos falando, pois existe uma concentração de poder no SFI. Deixando relativamente de lado as empresas não-agências, que estão fora do escopo principal do trabalho, a hipótese que procurarei trabalhar de agora em diante é que o poder disputado aqui entre os atores do SFI, em relação à atuação das agências, é o *poder de avaliação, definido como o poder de definir quais Estados merecem o selo de “bom pagador”, e quais estão vulneráveis às ações das agências*. A importância desse selo, ao orientar decisões de investimentos pelo mundo e estabelecer uma hierarquia entre Estados, o faz pertencer não só a uma disputa entre agências, mas entre Estados do Sistema Internacional. Inserimos, assim, as agências como mais um instrumento de poder a ser disputado pelos Estados nacionais.

Histórica e atualmente, as agências que de fato retêm o poder de avaliação no mundo são a Moody's e a Standard and Poor's. Os últimos anos, porém, têm trazido claras evidências de que o poder de avaliação, antes totalmente concentrado nos EUA, está sendo cada vez mais disputado. A perda de confiabilidade e reputação do duopólio no pós-2008 proporcionou mais espaço para a disputa pelo poder de avaliação por outras agências e, conseqüentemente, por outros Estados do SFI.

A concentração de poder nos EUA andou historicamente relacionada com a menor vulnerabilidade dos títulos estadunidenses. As agências do duopólio os favorecem em suas avaliações (via metodologia) e possuem menor poder de influenciar seus fluxos de capitais (isso é, seu impacto negativo é menor). Para além da invulnerabilidade dos títulos dos EUA, procurarei evidenciar que a atuação das AACs também leva a uma divisão do grau de vulnerabilidade dos Estados entre Estados Centrais *versus* Estados Periféricos. As fontes de poder das AACs, discutidas no capítulo 2, não são imparciais e não atuam de forma igual para todos os Estados. Isso não quer dizer de forma alguma que não exista conflito na relação entre os Estados Centrais e suas AACs, mas que é possível adicionar uma nova camada em relação ao que é normalmente tratado na literatura.

Nesse sentido, essa seção é separada em duas subseções. A primeira procura se relacionar à EPI em sua corrente estrutural, pensando na atual distribuição de poder no SFI a partir da dicotomia entre Centro e Periferia e evidenciando o grau de vulnerabilidades dos Estados que não possuem poder de avaliação. A segunda, por sua vez, tem como objetivo estruturar a

trajetória histórica da construção do poder de avaliação estadunidense e quais são as principais formas e ações de resistência a ele.

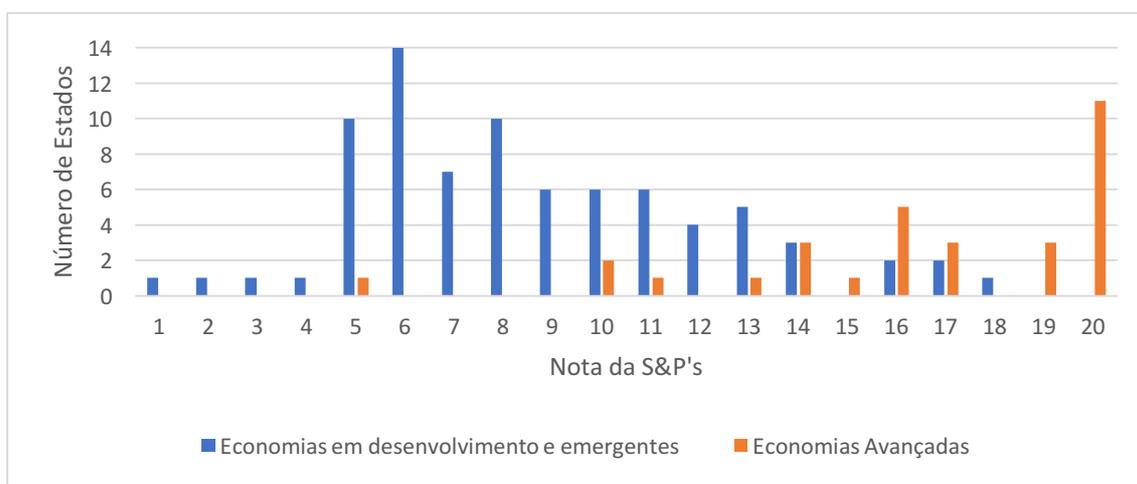
3.2.1 A Economia Política Internacional Estrutural e as AACs.

Essa seção tem como objetivo dar algum sentido às fontes de poder e à atuação histórica e contemporânea do duopólio Moody's e Standard and Poor's no SFI contemporâneo. De forma geral, é possível pensar em um congelamento da hierarquia de poder dos Estados Centrais e Periféricos no SFI a partir da atuação do duopólio estadunidense. Após a desse congelamento, é possível, na próxima seção, entender melhor as lutas para manter ou resistir à esta estrutura.

Nesse sentido as implicações do poder de avaliação das agências, é necessário recorrer para suas fontes, a metodologia e a regulação, e sua expressão máxima de poder, isto é, seu impacto. As agências, nesse sentido, além de, a partir de seu poder, reafirmar o processo de financeirização, fomentar bolhas especulativas e impor práticas neoliberais para todos os Estados do SFI, como vimos na seção anterior, ajudam na hierarquização do Sistema Interestatal. Cada fonte de poder realiza isso de uma maneira própria, como veremos a seguir.

Começando com o poder *em si*, o impacto. Vários estudos concluem que países em desenvolvimento e emergentes são mais impactados por mudanças nas notas das avaliações da Standard and Poor's e da Moody's. Vimos anteriormente que esse impacto está mais relacionado com diminuições de notas. Langhor e Langhor (2008, p. 312), nesse sentido, concluem que as avaliações são mais relevantes em termos de impacto estruturante para países com notas especulativas. Isto é, que as avaliações das agências explicam mais as diferenças nos *spreads* de países com notas especulativas que de notas de investimento. No mesmo sentido, Cantor e Packer (1997, p. 47) concluem que “anúncios de mudança de nota tem um impacto altamente significativo em soberanias com notas especulativas, mas um efeito estatisticamente insignificante em soberanias com notas de investimento”. O gráfico abaixo demonstra que a maioria das notas de investimento estão com países desenvolvidos, enquanto as notas de especulação estão mais associadas a países em desenvolvimento e emergentes.

Gráfico 1: Divisão das Avaliações de Títulos Soberanos de Agosto de 2017 da agência Standard and Poor's em níveis de desenvolvimento



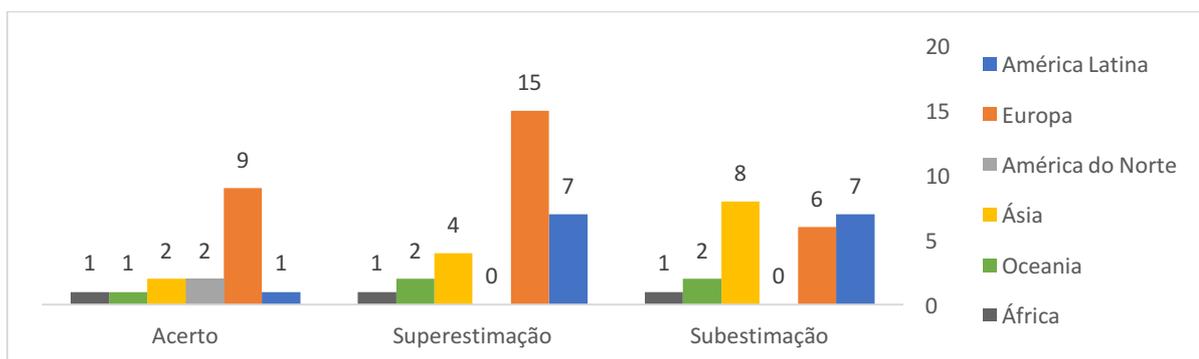
Elaboração Própria. Amostra de 111 países. As notas foram traduzidas para números, sendo 20 a nota mais alta possível, 0 a mais baixa e 10 a nota mais alta de especulação. Fonte: (S&P GLOBAL, 2017b; IMF, 2017).

Portanto, é possível concluir que em termos de impacto existem realidades diferentes para os países com a nota de investimento e países com notas especulativas, e a maioria dos países periféricos possuem notas de especulação. Como veremos na parte sobre metodologia, as variáveis que determinam o alcance de uma nota de investimento ou uma nota especulativa são desfavoráveis para países periféricos. É possível concluir, portanto, que existe um congelamento dos fluxos de capital em países centrais em detrimento dos países periféricos, que, com suas notas especulativas, estão mais voláteis aos movimentos de capital. Porém, o impacto das notas não são um resultado das ações das agências, e sim dos outros atores do SFI que as utilizam para guiar suas decisões de investimento. Dessa forma, é necessário analisar as fontes de poder para entender a origem desse impacto.

Em relação à regulação, como já vimos atualmente o duopólio Moody's e S&P's é o líder isolado no sistema. Ainda que, como veremos na seção seguinte, estão se construindo agências alternativas recentemente, o duopólio não encontrou concorrência por grande parte de sua existência, até hoje mantendo sua liderança na avaliação dos títulos de todo o mundo. A consequência óbvia é que a maioria dos Estados utilizam essas agências em suas regulações de utilizações. As implicações são duas, que veremos separadamente: primeiro, os Estados, sejam centrais ou periféricos, utilizam agências que tem uma tendência a superestimar notas de países do Atlântico Norte; segundo, a utilização dessas agências por estados periféricos tem como consequência o aumento da volatilidade dos seus títulos.

A agências têm um histórico maior de avaliar corporações e entidades estatais dos EUA e de outros países desenvolvidos, enquanto seu histórico de avaliação de países periféricos é dos anos 1990. Isso leva a um descompasso, pois ao aplicar seus conhecimentos advindos das suas experiências nos países centrais nos países periféricos, erram mais na hora de realizar avaliações de seus títulos. Mas o que quero dizer com erro¹⁷? Uma análise em cima das informações contidas no artigo de Afonso (2003) ajuda a identificar esses erros. Nesse artigo, o autor encontra quais variáveis são mais relevantes para a Moody's na hora de atribuir uma nota a um país e, posteriormente, compara o resultado esperado a partir da utilização dessas variáveis chave com a nota de fato do título. A agência erra, logo, quando a nota de um país advindo dessas variáveis diverge da nota de fato dos títulos soberanos por país. Esse erro pode ser uma subestimação ou uma superestimação. Eu adicionei uma variável aos dados de Afonso, região do mundo – este último a partir da definição do FMI (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2017) –, e elaborei o gráfico abaixo.

Gráfico 2: A tendência de erro da Moody's - por região



Elaboração própria a partir de Afonso (2003).

Ainda que o gráfico esteja desatualizado em quase 20 anos, o que impossibilita uma análise maior sobre o número de notas de países do Atlântico Norte *versus* resto do mundo, é possível afirmar que a tendência ao erro da Moody's está mais relacionada à superestimação e acertos de notas da Europa e da América do Norte. Os países do resto do mundo, por outro lado, aparecem com poucos acertos e maiores subestimações.

¹⁷ É necessário questionar o uso da palavra erro, pois ela alimenta a ideia de descuido e falta de intencionalidade das AACs, como se o que faltasse para elas é somente o conhecimento necessário para realizar avaliações melhores nos países periféricos. Ainda que não seja o intuito do trabalho mostrar o porquê de as agências fazerem o que fazem, é importante frisar que esse erro pode ser interpretado como uma tentativa de entender os fatores qualitativos de uma avaliação.

Em relação a utilização das agências por Estados periféricos, Ferri, Liu e Majnoni (2001) comprovam empiricamente que relacionar requerimentos de capital dos países em desenvolvimento às avaliações do duopólio acarreta o aumento de volatilidade e dos custos de obtenção de capital para instituições desses países. Esse aumento da volatilidade e dos custos ocorrem de duas maneiras: 1) como existem um número menor de avaliações de instituições dos países em desenvolvimento comparado com o número em países desenvolvidos, os requerimentos de capital são mais influenciados por um número menor de avaliações, o que aumenta a sua volatilidade; 2) historicamente os títulos soberanos de Estados em desenvolvimento sofreram quedas de notas excessivas em momentos de crise comparado a crises em títulos de países desenvolvidos – a Tabela 2 demonstra esse fator, ao comparar as quedas de notas de crise asiática (em média 7,3 níveis) à europeia (4,3) –; Dado que, como já vimos, a nota do título soberano é geralmente a nota mais alta possível de qualquer título do país em questão, isso implica ainda maiores restrições de capital para as instituições dos países periféricos.

Para finalizar essa subseção, vamos falar sobre a metodologia e seus impactos na criação de hierarquias no SFI. Visto que as agências não divulgam quais seriam as variáveis mais relevantes na hora de realizar suas avaliações, alguns estudos realizam uma engenharia reversa para chegar nessas variáveis – isto é, para descobrir a *de facto* metodologia das agências. Primeiramente, Cantor e Packer concluem que cinco variáveis estão diretamente correlacionadas com as avaliações da Moody's e da Standard and Poor's. Positivamente relacionadas estão um alto índice de renda per capita, baixa inflação, baixa dívida externa relativa às exportações; e alto índice de desenvolvimento, mensurado pelo índice de industrialização. Negativamente relacionado está o histórico de *default*, ou calote, de dívida (CANTOR; PACKER, 1997, p. 40). Somente com essas variáveis os autores conseguiram explicar 90% das notas das agências. Dois fatores que, para os autores, intuitivamente seriam considerados importantes, por serem mencionado nos relatórios das agências para justificar a mudança de nota, o balanço fiscal e o externo, não são estatisticamente significantes. Eles atribuem isso a pressão do mercado a todos os Estados manterem posições fortes em termos fiscais e de seu balanço externo, o que diminui o poder explanatório dessas variáveis.

Afonso (2003), por sua vez, descobre as categorias abaixo como tendo a maior relação com a avaliação: PIB per capita; inflação; crescimento real do PIB; nível de desenvolvimento; indicador de default; relação dívida externa-exportações – ainda que essa variável só importa para países em desenvolvimento –; déficit governamental como porcentagem do PIB. Variáveis

que não entraram, apesar da expectativa do autor, foram déficit em conta corrente como percentagem do PIB, relação gasto governamental PIB ou a relação dívida-PIB.

Por último, Canuto e de Sá Porto (2012) também realizam estudos estatísticos para chegar a quais indicadores são centrais para explicar as diferenças entre notas. Os indicadores são: PIB per capita, medido em dólares; inflação; crescimento econômico; relação entre dívida externa e balanço da conta corrente; relação entre dívida pública total e balanço da conta fiscal; ausência de default desde 1975; grau de abertura externa, medido pela soma de exportações e importações relativo ao PIB.

Contrastando as três análises, e deixando de lado as definições mais específicas sobre como calcular cada um dos indicadores, temos que quatro deles aparecem em todas: **PIB per capita; histórico de default; inflação; e dívida externa**. Dois indicadores apareceram em duas das três pesquisas: nível de desenvolvimento e crescimento do PIB. Por fim, três indicadores só se mostram em um dos três estudos: grau de abertura externa, déficit governamental e dívida pública.

Algumas observações podem ser feitas sobre esses resultados. Certos indicadores que intuitivamente deveriam importar, não são relevantes, como o perfil da dívida externa, contrastando dívidas com amortizações de curto e longo prazo, a moeda na qual essa dívida foi emitida e a taxa de juros da dívida. A dívida pública e o déficit serem encontrados por apenas um estudo também é surpreendente, dado o peso em que essas variáveis aparecem nas justificativas de mudança de nota. O FMI, que também fez um levantamento de estudos sobre determinantes, além de notar a ausência da separação da dívida em subcomponentes, destacou a ausência de responsabilidades contingentes (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2010, p. 20). Por último, a ausência das reservas nas três avaliações também é notável, principalmente quando pensamos na importância delas para os países em desenvolvimento. A única menção à questão é no artigo de Canuto e de Sá Porto (2012), que coloca as reservas como contraparte da dívida externa em seu indicador, ainda que somente para os países em desenvolvimento.

É possível, através dessa análise, traçar conclusões acerca do que essas variáveis significam para a hierarquização do SFI e, mais especificamente, para os países periféricos. Em relação a quais variáveis seriam importantes, das quatro variáveis que aparecem nos três estudos, três reafirmam a tendência de congelamento do sistema: o PIB per capita, normalmente a variável principal na hora de pensarmos o nível de desenvolvimento de um país; o histórico de default, que leva a situações do passado a se repetirem no futuro; e a dívida externa, sobre a qual, como vimos no capítulo 1, existe uma tendência histórica e cíclica de países periféricos

se endividarem em moeda estrangeira. O nível de desenvolvimento ser uma variável em dois dos três estudos também comprova a tendência de congelamento do SFI. É interessante notar, por fim, que a ideia da imposição de políticas econômicas liberais estar acima de questões geopolíticas e de manutenção da hegemonia dos países centrais não se comprova, pois a única variável que aparece entre as mais mencionadas como relevante no sentido de reafirmação da ortodoxia neoliberal é a inflação.

Por um lado, esses resultados são normalmente justificados pela academia pois os países mais desenvolvidos possuem as instituições e o espaços de poder para realizar as políticas necessárias para manterem suas notas altas. Além disso, as agências também procuram medir a vontade de pagamento da dívida, além da possibilidade, e países em desenvolvimento, ao serem mais instáveis politicamente, teriam mais volatilidade nessa tendência. De novo, concluo que, independentemente do motivo, existe a tendência de favorecer os países desenvolvidos na metodologia das agências, em detrimento dos países periféricos.

Nesse sentido, concluo que as duas fontes de poder das agências atuam para congelar o poder do SFI. Sendo intenção delas ou não, elas se constituem no SFI como mais um instrumento de manutenção do privilégio exorbitante, não só dos EUA mas dos países desenvolvidos. A metodologia prioriza variáveis que estão historicamente do lado dos países do centro; a regulação garante o poder do duopólio no sistema, que tem tendência a enxergar o SFI de acordo com a sua percepção de mundo e favorecer os países do Atlântico Norte; e o impacto das agências, por fim, é sentido mais por países periféricos do que pelos centrais.

3.2.2 A luta pelo poder de avaliação no Sistema Financeiro Internacional

Por cima dessa divisão estrutural do SFI entre países centrais, beneficiados pela atual distribuição do poder de avaliação, e países periféricos, vulneráveis, existem camadas de Estados mais ou menos poderosos e vulneráveis. Uma teoria estruturalista, nesse sentido, é ideal para o começo de uma análise sobre o SFI, para entender as posições iniciais de cada Estado na estrutura do sistema, mas – e do jeito em que ela foi utilizada aqui – ela é limitada por separar uma complexidade de Estados em dois grandes grupos e não explicitar as possibilidades de ascensão e queda dos Estados. Onde ficaria, por exemplo, a Europa, que é atualmente favorecida pelas agências, mas que está muito longe de deter o poder de avaliação das agências dos EUA? E os países emergentes, que cada vez mais disputam o poder em outras esferas do SFI, eles não estão também disputando o poder de avaliação?

Nesse sentido, proponho um esquema que enxerga o poder de avaliação como um recurso a ser disputado pelos Estados nacionais. Por um lado, ele simplifica a relação entre Estados e agências, colocando como se existisse um alinhamento total de interesses e objetivos entre eles. Por outro, ele traz à análise questões ainda pouco explicitadas na literatura, que podem ser complementadas às outras teorias delineadas no trabalho.

Em um extremo, estão os países periféricos, que não possuem nenhum poder de avaliação e, logo, estão vulneráveis a suas ações. Em outro extremo, os EUA, que concentram o maior poder de avaliação do sistema. Entre eles, existem Estados mais ou menos vulneráveis, com agências mais ou menos poderosas, o disputando constantemente. Quanto maior o poder de avaliação, menor a vulnerabilidade dos Estados ao poder dos outros Estados e suas AACs. Assim como existem disputas pelo poder militar, econômico ou cultural, o poder de avaliação, ainda que menos importante em uma primeira instância, é mais uma ferramenta de distribuição de poder entre os Estados nacionais.

O capítulo caminhará para, primeiramente, entender a construção histórica do poder de avaliação da Standard and Poor's e da Moody's pelos EUA, e quais são as consequências dessa construção nos dias atuais para o hegêmona do sistema. Posteriormente, vamos desenhar as formas de resistência à hegemonia do duopólio. Essa resistência procura imitar a construção histórica estadunidense e se constitui de dois passos. O primeiro é proteção do mercado interno do poder das agências estadunidenses, que tem como objetivo aumentar a reputação das AACs nacionais internamente e limitar o poder do duopólio nos mercados internos. O segundo passo, por sua vez, é a expansão do poder das AACs nacionais globalmente, disputando mercados internacionais com o duopólio. Essa expansão ocorre tanto de uma maneira natural, isso é, como consequência da expansão dos atores dos sistemas financeiros nacionais internacionalmente, quanto a partir da consolidação de iniciativas para tal expansão através da associação entre AACs.

A história da construção do poder de avaliação estadunidense a partir de suas AACs já foi em parte descrita no capítulo 2, pois é a história da ascensão do duopólio, mas merece ser revisada sob a ótica da importância do governo estadunidense para o ganho de poder e influência das suas agências. Desde a década de 1930 já existem regulações nos EUA que concedem poder às agências. Foi decretado em 1939 que bancos de poupanças e empréstimos (*Savings and Loans banks*) eram proibidos de investir em títulos com notas especulativas.

O grande passo em prol da regulação de utilizações, porém, se deu durante os anos 1970, com a imposição pela SEC de requerimentos de capitais ajustáveis a partir da nota das agências. Mas quais agências podem ser utilizadas para esse cálculo? As “Organizações de Avaliação

Estadísticas Reconhecidas Nacionalmente” (Nationally Recognized Statistical Rating Organization – NRSROs) começaram a existir nos anos 1970 e somente elas podem ser nomeadas nas regulações de utilizações estadunidenses. Até os anos 2000, porém, a separação de quem era ou não uma das NRSROs era realizada a partir de um julgamento unilateral da SEC, que acabava por priorizar o duopólio da Moody’s e da S&P’s. A partir de 2007, a SEC passou a instituir um processo de inscrição para uma AAC se transformar numa NRSRO, que inclui preencher uma série de requisitos e um formulário de adesão. Entre as limitações às NRSROs, elas precisam ser transparentes em suas metodologias e tornar públicas suas avaliações. Em dezembro de 2016, dez agências foram consideradas NRSROs, sendo a maioria estadunidense e registrada em 2007[1] (U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 2016). Outra regulamentação importante, ainda que mais recente, foi a facilitação de registros junto à SEC de emissores com *ratings* altos nos anos 1990 (KERWER, 2002, p. 16).

Apesar desses avanços recentes, em termos históricos é possível afirmar que a atuação do governo estadunidense a partir da regulação de utilizações formou uma reserva de mercado para o duopólio estadunidense dentro do maior mercado financeiro do mundo. Nesse quase um século de atuação do duopólio no mercado estadunidense, elas não só ganharam experiência, mas reputação, aumentando sua importância para o SFI junto com a ascensão do mercado de títulos financeiros dos EUA.

A consolidação das AACs internamente foi o primeiro passo para uma expansão global posterior. Com a consolidação do duopólio dentro do mercado estadunidense, a regulação de utilizações das empresas e capitais americanos garante que a expansão da atuação das AACs pelo mundo acompanhe a expansão global das instituições financeiras e fundos de investimentos estadunidenses. Além disso, emissores estrangeiros que almejam emitir títulos no mercado americano precisam passar pelo selo de aprovação de suas agências. Ainda que esse fenômeno tenha uma base na regulação, com o ganho de reputação e importância das agências ao longo do tempo o que antes era uma obrigação se transforma em um costume do sistema, e a demanda pelas avaliações das agências do duopólio passa a ser cada vez maior. Criam-se, assim, mercados financeiros altamente dependentes das AACs, tanto nos EUA quanto globalmente.

Esse fenômeno de expansão de certa forma natural das agências só funcionou em Estados que já possuíam mercados financeiros relativamente profundos e líquidos. Como historicamente essa não foi – e até hoje não é – a realidade de grande parte da periferia, a expansão para o mundo em desenvolvimento também teve que se dar por outros meios. Por um

lado, os Estados que, a partir dos anos 1990, consolidaram políticas econômicas de aberturas financeiras, não só não tiveram tempo e vontade política para consolidar suas próprias agências, mas já encontraram um cenário de preponderância do duopólio estadunidense. A utilização das notas das Standard and Poor's e Moody's foi, logo, um dos meios “naturais” de adentrar no SFI, pois o selo das agências transferia para os títulos periféricos a reputação das agências no SFI.

Em países que não passaram por esses processos, outro movimento foi importante para a consolidação da utilização no mundo em desenvolvimento de *ratings* do duopólio: o estímulo político dos EUA e das organizações internacionais. Esse estímulo iniciou pela emissão dos Brady Bonds no final dos anos 1980. A crise da dívida nos países latino-americanos ameaçava o não pagamento da dívida externa que eles criaram com os países centrais, principalmente os EUA. Começando pelo México, o então Secretário do Tesouro Nicholas Brady arquitetou um plano para o pagamento da dívida através da emissão de títulos soberanos dos países em dívida garantidos pelo Tesouro estadunidense. Os países que participaram da rodada inicial do plano foram: Argentina, Brasil, Bulgária, Costa Rica, República Dominicana, Equador, México, Marrocos, Nigéria, Filipinas, Polônia e Uruguai. Esses novos títulos, que espalharam o risco de não pagamento da dívida externa latino-americana para outros credores do sistema, receberam avaliações das AACs.

O aumento da emissão de títulos de dívida de países emergentes após o sucesso do plano Brady levou seus títulos a denominarem quaisquer títulos de países emergentes em geral. A Moody's retirou a diferença entre títulos Brady e outros títulos emitidos por países emergentes – que normalmente era de pelo menos uma nota a menos – em 1996 (MOODY's, 1996). Dessa forma, todos os títulos de países emergentes deste tipo foram avaliados pelas agências do duopólio.

A segunda onda de aumento de notas fornecidas pelas agências estadunidenses aos títulos soberanos de Estados periféricos teve como foco o continente africano. Até o início dos anos 2000, a grande maioria dos países africanos não recebia nota para os seus títulos de dívida soberana. Em 2002, a Fitch Ratings e o Departamento de Estado dos EUA assinaram um acordo para a agência começar a avaliar 15 Estados da África subsaariana. No ano posterior, o Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento lançou uma iniciativa com a S&P's para ajudar 10 países subsaarianos a obter notas da agência (GAILLARD, 2012, p. 9). Dessa forma, o espraiamento das notas pelo SFI não foi um movimento automático, e sim uma iniciativa política e diplomática capitaneada pelos países centrais e pelas Organizações Internacionais para que os países periféricos fossem avaliados pelas agências.

As AACs estadunidenses, portanto, se estabeleceram historicamente como as emissoras globais de avaliações de risco, e mantêm essas posições até hoje. O que veremos a partir de agora segue em dois sentidos: o que isso significa em termos de privilégios para os EUA e quais estão sendo as estratégias de outras potências para desafiar essas posições.

O privilégio dos EUA em relação a avaliação de seus títulos pelas agências vai além dos privilégios de ser um país Central e está muito entrelaçado com seu papel no Sistema Monetário Internacional. Sendo o Estado o único que possui a moeda de troca internacional por excelência, os problemas relacionados à manutenção de reservas internacionais, tão latentes em países periféricos, não o atinge. Sua dívida com o resto do mundo é paga a partir da emissão da sua própria moeda e de seus próprios títulos. Aliado a isso, os mercados financeiros estadunidenses são os mais líquidos e profundos do mundo, sendo o meio no qual países superavitários mantêm os EUA comprando seus produtos. Dessa forma, forma-se um cenário onde os títulos da dívida pública americana são a base de sustentabilidade de todo o mercado financeiro internacional (METRI, 2003).

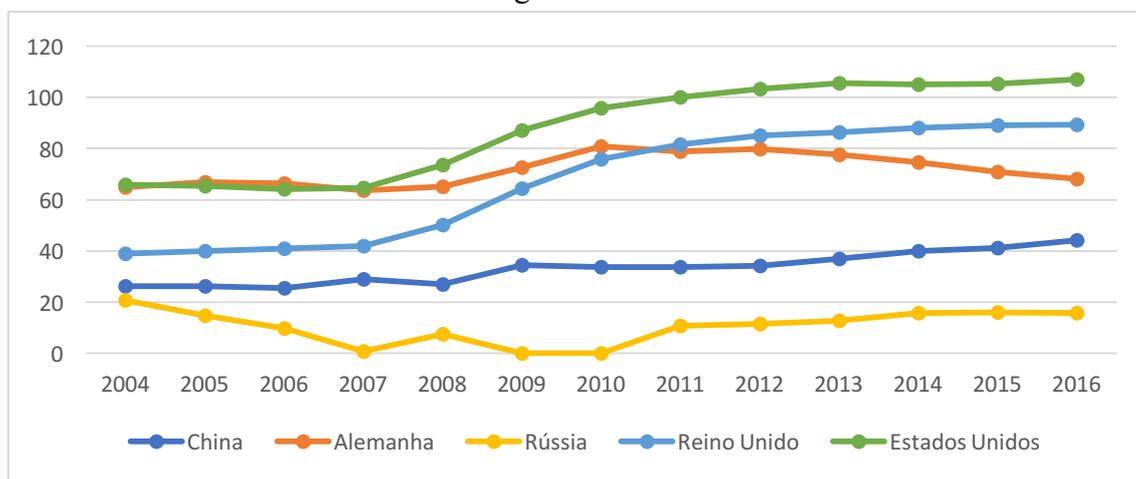
Não é surpreendente, portanto, que os EUA sintam menos o impacto das mudanças de notas das agências que o resto do mundo. Dada a sua posição privilegiada, que assegura uma capacidade de pagamento de certa forma infinita, a confiança em seus títulos não é apenas uma confiança cega no poder do hegêmona, é fundamentada na importância da manutenção da liquidez e solvência dos mercados estadunidenses para a manutenção dos mercados internacionais nas bases hoje estruturadas. O estudo econométrico de Kim e Wu (2008) conclui que o impacto de uma mudança de avaliação de uma AAC em termos de movimentação de capitais só é significativo quando tratamos de títulos de longo prazo em moeda estrangeira, uma situação existente para todos os países do mundo, menos para os EUA.

O privilégio dos EUA não está, porém, somente na falta de impacto das ações das agências. Ele está também nas ações em si das agências em relação aos seus títulos. A única ação ocorrida na história das notas do Tesouro americano foi a queda de AAA para AA+ pela S&P's em 2011. Por um lado, é justificável os títulos estadunidenses deterem notas altas devido a sua posição ímpar no sistema monetário e financeiro internacionais. Por outro lado, essa posição abre uma margem de manobra maior para os EUA, pois mudanças em suas políticas econômicas não levam a mudanças de nota pelas agências.

Historicamente, tanto a S&P's quanto a Moody's mantiveram suas altas notas aos títulos estadunidenses em face de medidas de afrouxamento fiscal por parte do governo americano que vão de encontro ao receituário ortodoxo pregado pelas agências. Focando aqui na questão da dívida – que evidencia essa relação entre o privilégio estadunidense e a nota das agências – os

EUA aumentaram o teto da sua dívida em dez ocasiões nos últimos dez anos (AMADEO, 2018). Além disso, o país manteve a sua relação dívida/PIB em níveis maiores do que o que outros países desenvolvidos e em desenvolvimento, como demonstra o gráfico abaixo.

Gráfico 3: Dívida Bruta como Porcentagem do PIB - 2000-2016



Elaboração Própria. Fonte: (WORLD ECONOMIC OUTLOOK DATABASE, 2017)

Evidentemente existem outros fatores que são considerados na hora de realizar uma avaliação que não a dívida do país, e a explicação acima foi reducionista. Outras variáveis macroeconômicas, porém, demonstram que essa margem de manobra permanece, como por exemplo o déficit fiscal e da balança comercial estadunidense. A insistência da utilização dessas variáveis como justificativas na hora de rebaixar a nota de outros países, enquanto a nota dos EUA permanece estável, demonstra o privilégio estadunidense de poder contar com a avaliação de suas próprias agências. Dessa forma, a Moody's e a Standard and Poor's, a partir da estabilidade de suas notas para os títulos estadunidenses, reafirmam a centralidade do papel dos títulos de dívida do Tesouro americano no SFI.

A agência chinesa Dagong Ratings, por exemplo, diminuiu para BBB+ a nota dos títulos estadunidenses em janeiro de 2018 devido ao tamanho de sua dívida (REUTERS, 2018). Visto que são as agências estadunidenses que detêm o poder de avaliação – além da demanda dos títulos dos EUA não estar condicionada à nota de quaisquer AAC –, essa diminuição não ameaça os interesses e as políticas econômicas estadunidenses. E essa é a maneira de identificar as implicações da retenção do poder de avaliação pelas AACs estadunidenses.

Isso não significa que existe uma simbiose perfeita entre os EUA e suas agências. Do lado das agências, o rebaixamento de 2011 comprova que existe um limite no que o governo estadunidense pode fazer sem provocar repercussões nas notas das agências. Do lado dos EUA,

o país está em processo constante de avanço nas suas regulações de atividades e utilizações das AACs internamente – desde a implementação das lei *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2006 (SEC, 2018) – buscando diminuir a referência às AACs nas leis e diretrizes estadunidenses. Dessa forma, não se procura afirmar aqui que não existe tensão e disputa na relação entre os EUA e suas agências – nem entre Estados e AACs no geral – mas sim que, apesar dessas tensões, o duopólio reter o poder de avaliação global acarreta benefícios para os Estados Unidos que os outros países do SFI não possuem.

Ao resto do mundo, portanto, resta lutar pelo poder de avaliação retido nos EUA, e é essa questão que ocupará o restante desse capítulo. É possível realizar essa luta a partir de duas estratégias: 1) agir coletivamente para aumentar a regulação de atividades das AACs, reduzindo a importância das AACs no SFI como um todo; 2) propor alternativas ao poder das agências do duopólio, protegendo os mercados internos e propondo novas agências de avaliação de crédito.

Em relação à primeira estratégia, ela é utilizada, mas demonstra alguns desafios. O G20, por exemplo, lançou um roteiro para a diminuição da dependência dos países membros nas AACs, atuando para reduzir as referências às agências em suas regulações e aumentando as capacidades dos estados de realizar avaliações próprias (FINANCIAL STABILITY BOARD, 2009). Como já vimos, Basileia III não teve grandes avanços em termos de regulação das agências, mas as propostas de emendas ao acordo ou a criação de Basileia IV centram na questão da regulação das agências, ainda que a resistência a esse movimento tenha limitado sua efetividade (REUTERS, 2015).

Tal resistência, porém, demonstra os desafios de utilizar essa estratégia. Aumentar os limites da discricionariedade das agências, aumentando sua transparência e sua fiscalização, é entrar em confronto direto com o poder das AACs e, indiretamente, com o poder de avaliação estadunidense. Esse confronto precisa se estruturar através de uma ação coletiva em órgãos internacionais, a maioria dos quais controlados ou fortemente influenciados pelos EUA. Mais importante, porém, é que tentar diminuir o poder das AACs é negligenciar a racionalidade do seu papel no SFI. Enquanto elas fizeram sentido para o sistema, elas vão existir, e tentar só diminuir esse poder via regulação de utilizações é um caminho no mínimo lento, pois requer que todos os atores do SFI – não só Estados, mas também instituições financeiras privadas – alterem suas normas de funcionamento.

Nesse sentido, a estratégia que vem sendo mais adotada por países que se propõem a desafiar o poder de avaliação dos EUA é a criação de novas AACs. A criação de agências que fogem do duopólio S&P's e Moody's é uma realidade, com mais de 160 agências espalhadas pelo mundo, além de projetos multinacionais. Existe um grande salto, entretanto, entre a criação

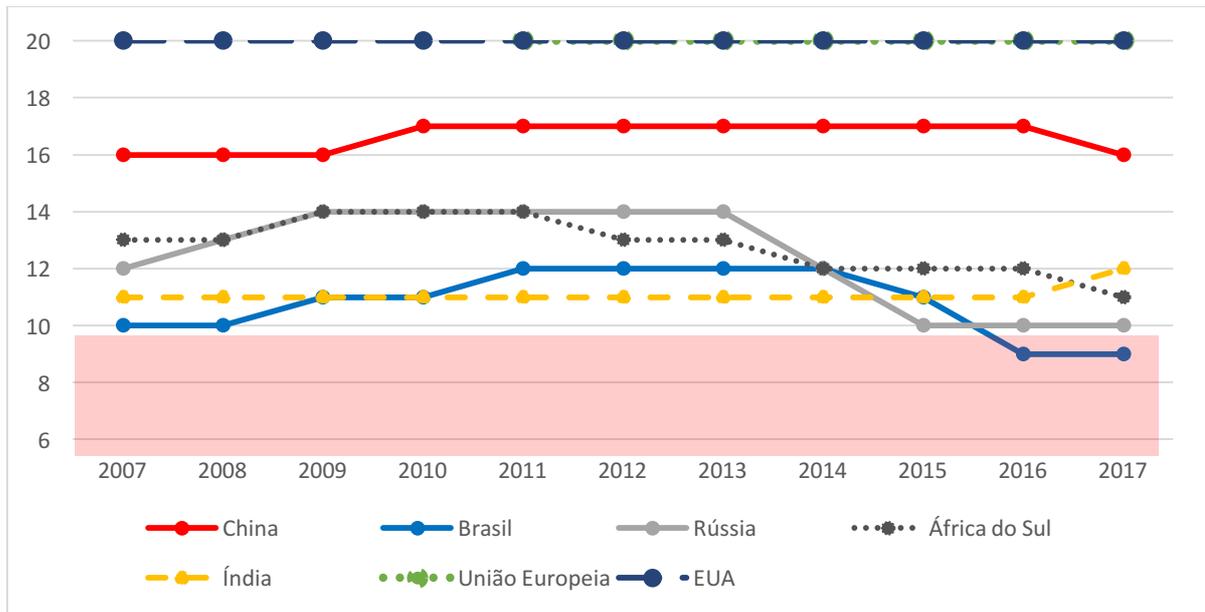
de uma agência e o ganho de poder necessário por essa agência para ela desafiar o duopólio estadunidense. Atualmente ainda é mais vantajoso emitir um título com o selo de umas das agências do duopólio, pois, apesar da nota ser provavelmente mais baixa do que a que seria avaliada por uma agência nacional, o custo da dívida normalmente é menor, como foi comprovado para o caso japonês (HAN; PAGANO; SHIN, 2012) .

Além de só criar novas agências, portanto, é necessário a utilização de estratégias complementares. Dois passos vêm sendo desenvolvidos pelos Estados que se propõe a desafiar o poder de avaliação estadunidense. O primeiro, e acredito que o mais importante, é seguir a trajetória estadunidenses e utilizar do mercado interno para o ganho de reputação e expertise das AACs – isto é, a propulsão das agências via regulação de utilizações. A combinação do ganho de reputação interna e a expansão dos mercados financeiros nacionais pelo mundo tem – ou pelo menos teve no caso estadunidense – como consequência a afirmação das AACs nacionais pelo mundo. O segundo passo é lutar ativamente pelo poder de avaliação global através de meios extra-econômicos, através de acordos entre agências nacionais ou da criação de agências globais. Dito de outra forma, é contestar em meios diplomáticos, teóricos e políticos as agências do duopólio como retentoras do conhecimento sobre avaliação de crédito.

Antes de começar, porém, é necessário enfatizar o escopo da análise que me proponho a fazer abaixo. Para um estudo mais aprofundado das estratégias das diferentes potências em relação às AACs, seria necessário contrastar as ações dos governos com suas políticas para a globalização financeira, seja de restrição ou liberação, e suas políticas externas. Esse não é o objetivo, entretanto, dessa seção ou da dissertação como um todo. O objetivo limitado das próximas páginas é realizar um panorama de exemplos de ações de Estados, com o propósito de afirmar que, ainda que de maneira limitada, o poder de avaliação do EUA está sendo contestado por outras potências do SFI.

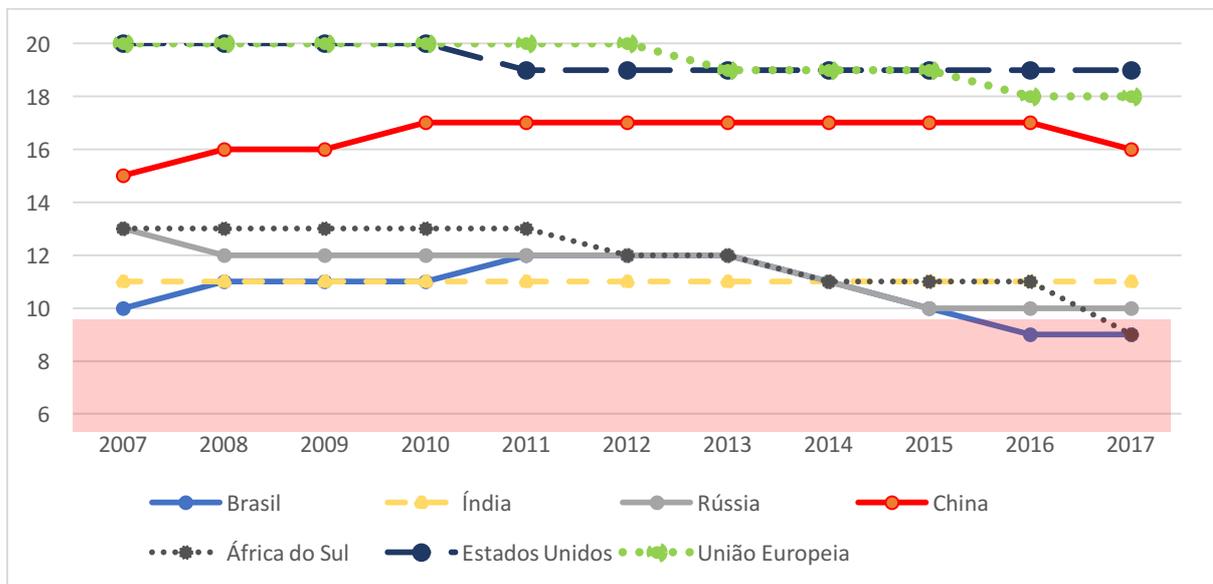
Tendo isso em mente, ao longo das próximas subseções vamos tratar principalmente de Europa e países do BRICS. As trajetórias históricas das avaliações da S&P's e Moody's em relação a esses atores ao longo do período 2007-2017 são apontadas nos gráficos abaixo.

Gráfico 4 - Moody's 2007-2017 - Evolução de Atores selecionados



Elaboração Própria. As notas foram traduzidas para números, sendo 20 a nota mais alta possível, 0 a mais baixa e 10 a nota mais alta de especulação Fonte: (TRADING ECONOMICS, 2018).

Gráfico 5: S&P's 2007-2010: Evolução de Atores selecionados



Elaboração Própria. As notas foram traduzidas para números, sendo 20 a nota mais alta possível, 0 a mais baixa e 10 a nota mais alta de especulação Fonte: (TRADING ECONOMICS, 2018).

3.2.2.1 Lutas pelo controle dos mercados internos: Europa, Rússia e China

Pelo que foi discutido até esse ponto na dissertação, a União Europeia seria, entre os quatro casos que serão discutidos, o ator que menos teria razões para desafiar a hegemonia das agências estadunidenses. Os países europeus são, depois dos EUA, os mais beneficiados pelas

notas das agências e menos vulneráveis a seus impactos. A crise de 2008, porém, demonstrou que as falhas das avaliações das agências do duopólio representam um risco à estabilidade financeira e econômica do continente europeu. A crise, nesse sentido, criou uma janela de oportunidade para a UE propor um rompimento ao domínio das agências estadunidenses e criar mercado para as agências europeias.

Em dezembro de 2009, a regulação 1060/09 da UE sobre as Agências de Avaliação de Crédito entrou em vigor, e desde seu estabelecimento já foi revisada algumas vezes pelos seus países membros. Essa regulação atualmente é implementada pela a Autoridade Europeia de Títulos e Mercados (*European Securities and Markets Authority*, ESMA), que, desde 2011, concentra as atividades relacionadas às AACs na UE. Três aspectos específicos dessas regulações serão tratados aqui: o tratamento de AACs não europeias; a regulação de atividades; e o estímulo à desconcentração de mercado.

Em relação ao primeiro aspecto, existem duas maneiras de uma AAC não europeia poder ser utilizada na regulação de instituições financeiras com sede na União Europeia: por certificação ou por endosso. O endosso é a maneira mais simples e mais utilizada – cerca de 2/3 do total – por países não-Europeus e requer a associação com uma empresa europeia: “Quando uma AAC registrada na UE endossa uma nota emitida por outra AAC do mesmo grupo estabelecida fora da União Europeia, a nota pode ser utilizada para propósitos regulatórios na UE” (ESMA, 2018, tradução minha). Uma agência registrada na UE só pode endossar após uma avaliação da ESMA da AAC externa.

Para agências não europeias que não possuem associação com empresas registradas na UE, é necessária a certificação por parte da ESMA. Essa certificação leva em consideração fatores como o tamanho, a natureza e a complexidade da agência e avalia se a agência tem capacidade de avaliar títulos europeus apesar de não estar fisicamente presente na UE. Essa certificação também leva a um memorando de entendimento entre a ESMA e a autoridade fiscalizadoras das AAC do país não-europeu.

As regulações de atividades das agências atuantes na UE, por sua vez, impuseram limites claros à atuação das agências, que vão além de uma maior transparência em sua metodologia. Para citar alguns exemplos, as agências só podem publicar suas avaliações em datas e horários específicos, precisam explicitar e explicar quaisquer mudanças significativas em suas metodologias, além de precisar identificar e monitorar seus acionistas mais relevantes (ESMA, 2017a). As consequências desses limites são sentidos pelas AACs: para citar um exemplo, em junho de 2017 a Moody’s foi obrigada a pagar 1,24 milhão de euros por deixar de

cumprir as regulações implementadas pela ESMA relacionadas à publicidade da metodologia por trás da mudança de notas de instituições europeias (ESMA, 2017c).

Por último, a UE também se dispôs a promover a competitividade entre as agências a partir de regulações. Com o objetivo de encorajar a utilização de agências menores, a UE exige que emissores que pretendem ter seus títulos avaliados por mais de uma AAC considerem a utilização de uma das agências que possuem uma participação de mercado menor que 10%. Para estimular essa utilização, desde 2009 a UE publica anualmente o “Relatório sobre o Cálculo da Participação de Mercado das AACs”. Nesse relatório, resumido para o ano de 2017 na tabela abaixo, são explicitadas as participações de mercado de todas as agências registradas para atuar na UE.

Tabela 3: Participação de Mercado e Nacionalidade das Agências que Atuam na UE – 2017.

Nome da AAC	Quota de Mercado	Nacionalidade
S&P Global Ratings	46,26	EUA
Moody's Investors Service	31,27	EUA
Fitch Ratings	15,65	EUA
DBRS Ratings	1,87	Canada
CERVED Rating Agency	0,97	Itália
AM Best Europe Rating Services	0,90	EUA
The Economist Intelligence Unit	0,69	Reino Unido
CreditReform Rating	0,53	Alemanha
Scope Ratings	0,46	Alemanha
GBB-Rating	0,35	Alemanha
Assekurata	0,23	Alemanha
Euler Hermes Rating	0,22	França
Capital Intelligence Ratings	0,13	Chipre
ICAP	0,12	Grécia
ModeFinance	0,08	Itália
Spread Research	0,07	França
Dagong Europe Credit Rating	0,07	China
ARC Ratings	0,05	Portugal
Axesor Rating	0,03	Espanha
CRIF Ratings	0,03	Itália

Nome da AAC	Quota de Mercado	Nacionalidade
BCRA Credit Rating Agency	0,02	Bulgária
EuroRating	0,01	Polônia
INC Rating	<0.01	Polônia
European Rating Agency	<0.01	Eslováquia
Rating-Agentur Expert RA GmbH	<0.01	Alemanha
Kroll Bond Rating Agency ⁶	-	EUA

Fonte: (ESMA, 2017b)

Como é possível observar, essa política é um afronte direto às AACs estadunidenses, pois elas são as únicas que detêm mais de 10% do mercado, e um estímulo a agências europeias. Visto que essa política já possui quase dez anos de implementação, é possível concluir que ela não tem gerado efeitos substanciais, visto que nenhuma empresa menor possui mais de 2% da presença de mercado. De qualquer maneira, é possível concluir que a UE não só está consciente do poder das agências dos EUA, mas está utilizando suas regulações para limitar esse poder e estimular a utilização de agências não-estadunidenses, principalmente europeias.

Continuando na Europa, a Rússia também está utilizando da regulação para limitar o poder estadunidense em seu Estado. A Rússia sofreu rebaixamentos nos últimos anos que a levaram a estar com nota de especulação tanto na Moody's quanto na S&P's. O início do rebaixamento foi no final de 2014, quando, devido à anexação da Crimeia, as sanções ocidentais ao país foram a justificativa para a revisão da avaliação pelas agências. No início de 2015, novos rebaixamentos da nota russa ocorreram pelas agências estadunidenses e a nota da Rússia perdeu o selo de investimento.

A resposta russa se deu através da regulação. Uma legislação de 2015 colocou que para uma agência, tanto russa quanto do estrangeira, ser utilizada para fins regulatórios por órgãos governamentais russos, ela precisa passar por um processo de acreditação realizado pelo Banco Central Russo (RASPI, 2015). O processo de acreditação de uma agência envolve o pagamento de taxas, além de inspeções periódicas, e a agência acreditada não pode realizar nenhum serviço que não seja as avaliações. ACCs não acreditadas ainda podem atuar na Rússia, apesar de não poderem ser utilizadas para fins regulatórios por instituições governamentais russas. As AACs estrangeiras precisam atualizar sua acreditação de dois em dois anos.

Essa regulação levou ao egresso da Fitch Ratings, da Moody's e da Standard and Poor's do mercado financeiro russo em julho de 2017, três dias após a data final para o processo de acreditação. As agências continuarão avaliando o governo russo, mas não atuarão mais

fornecendo avaliações a títulos russos de escala local. A justificativa para a saída foi a acreditação (MOODY'S INVESTORS SERVICE, 2016), o que nos leva a ratificar a importância ímpar da regulação estatal para a atuação das AACs.

Além de expulsar as agências estadunidenses da Rússia, esse processo de acreditação levou ao aumento do poder das AACs nacionais. A principal beneficiária é a *Analytical Credit Rating Agency* (ACRA), primeira AAC a ser acreditada pelo Banco Central Russo. A agência foi criada em dezembro de 2015 por 27 bancos e instituições russas, contando em seu Conselho Administrativo antigos funcionários das AACs estadunidenses. Com a retirada das agências estadunidenses e o ganho do selo de acreditação, a ACRA expandiu seu portfólio ao longo de 2017. Outra agência russa acreditada é a *Expert RA*, a agência russa com maior tempo de mercado e maior número de notas emitidas, abrangendo 42% do mercado de avaliações locais russo (GAIDAR FORUM, 2018).

Dos atores selecionados aqui, a China é a que traz mais complexidade para a análise, e por isso vai ser analisada com um pouco mais de cuidado. Por um lado, a China historicamente utilizou da regulação para o incentivo de suas agências nacionais e foi, além de a mais rígida – por não só utilizar a regulação de utilizações, mas proibir a atuação das AACs estrangeiras em seu território – a mais bem-sucedida entre os casos aqui selecionados. Por outro lado, conjuntamente com a atual liberalização do mercado de títulos chinês está a liberalização da utilização das AACs estrangeiras no seu mercado interno. Isso é, existe um recuo nas políticas chinesas de limitação do poder do duopólio, ainda que elas continuem existindo.

Para entender a posição chinesa em relação às AACs, portanto, é necessário primeiro compreender, ainda que superficialmente, a história do mercado financeiro chinês. Nos anos 1980, um cenário de queda de rendimento das empresas estatais chinesas teve como consequência o início de uma onda de *defaults* e privatizações. O governo chinês, insatisfeito com as consequências desse processo na capacidade de gerenciamento e planejamento do desenvolvimento chinês, articulou uma nova maneira de salvar suas estatais: utilizar do mercado de ações para, ao mesmo tempo, aumentar as possibilidades de financiamento delas através da inserção dessas empresas no mercado financeiro e controlá-las a partir da retenção pelos bancos e instituições financeiras públicas chinesas de mais de 50% de suas ações. Esse movimento se iniciou na indústria e se expandiu para o setor financeiro ao longo dos anos, consolidando uma política de financeirização singular para o caso chinês (WANG, 2015).

O mercado de ações, portanto, teve seu início e expansão em um momento anterior ao mercado de títulos. Os bancos e instituições financeiras que foram alavancados pelo processo

de capitalização anterior, principalmente os *policy banks*¹⁸, começaram a emitir títulos para seu financiamento. O movimento foi seguido posteriormente por instituições não-financeiras (WANG, 2015, p. 20).

O mercado de títulos chinês, como consequências dos desenvolvimentos colocados acima e das restrições chinesas em termos de regulação, é um mercado praticamente dominado por atores locais, com os emissores sendo principalmente os *policy banks* e instituições governamentais e semigovernamentais chinesas a nível nacional e local. Isso não o impede de ser o terceiro maior mercado de títulos do mundo, atrás somente dos EUA e do Japão. Os investidores, por sua vez, também são majoritariamente locais, com apenas 3% do mercado de títulos chinês controlados por investidores estrangeiros, um número menor que países vizinhos como Japão, Coreia e Malásia (KORNCHANKUL, 2017, p. 1-5).

Nos últimos anos, o governo vem propondo uma série de liberalizações e incentivos, tanto para fornecer mais opções de financiamento para suas instituições nacionais quanto para promover a internacionalização de sua moeda. Primeiro, o Banco Central Chinês (*People's Bank of China* – PBOC), começou a impor regras mais restritas de salvamento de empresas chinesas que declararam *default*, deixando algumas empresas declararem falência, algo inédito para o mercado de títulos chinês. Em 2016, o PBOC relaxou as regras de participação no seu mercado de títulos na modalidade balcão, o *China Interbank Bond Market* (CIBM), e retirou limites de repatriação para atrair uma gama maior de instituições financeiras estrangeiras (KORNCHANKUL, 2017, p. 2). Em 2017, criou um programa para incentivar investidores estrangeiros a investir no CIBM, a partir do qual os investidores podem utilizar da Bolsa de Valores de Hong Kong para investir no mercado onshore chinês (CHONG, [s.d.]).

A história das AACs na China acompanha esse desenvolvimento do mercado de títulos chinês. A partir do início da legalização da emissão de títulos por instituições locais, em 1984, o PBOC estimulou que suas filiais regionais criassem departamentos de avaliação de risco, que aos poucos se desvincularam do banco central e se transformaram em AACs. Em 1997, com a indústria de AACs já desenvolvida na China, o banco iniciou o processo de regulação, ao estipular que todas as emissões de títulos precisavam ser acompanhadas de avaliações de crédito realizadas por uma das nove AACs chinesas aprovadas pelo banco – em 2000 esse número se

¹⁸ *Policy banks* são bancos de investimento chineses que em 1994 foram estabelecidos com a função de guiar os gastos do governo chinês e promover o desenvolvimento econômico e comercial, retirando essa função dos bancos estatais comerciais. Eles são três: *China Development Bank* (CDB), *Export-Import Bank of China*, (EXIMCH), *Agricultural Development Bank of China* (ADBC) (POON, 2005, p. 198).

reduziu¹⁹. Agências estrangeiras não podiam emitir notas de títulos domésticos chineses, a não ser através da associação com AACs chinesas, que precisavam reter o controle acionário dessas associações. Em 2003, o governo anunciou que companhias de seguros chinesas só poderiam investir em títulos com notas AA ou superiores, emitidas pelas agências aprovadas pelo governo (POON, 2005, p. 195–6).

A regulação estabelecida pelas autoridades financeiras chinesas, dessa forma, levou a uma expansão da utilização e da reputação das AACs chinesas no mercado de títulos chinês. A necessidade de aprovação pelo PBOC antes de emissão de um título e o caráter estatal ou quase estatal de grande parte dos emissores, entretanto, diminuía a importância das avaliações de crédito. A maioria dos títulos domésticos recebe notas altas pelas agências chinesas. Por um lado, essa limitação de classificações, com mais de 90% das avaliações classificadas em uma de três notas, é racional dado as características já descritas dos títulos, e há evidências que as notas de fato têm o poder de explicar diferenças de *spreads* (AKTUG; NAYAR; SALAS, 2015). Por outro lado, ela diminui a importância das agências como meio de realizar escolhas de investimento.

Com a recente proposta chinesa de liberalização do seu mercado de títulos, a regulação das AACs não poderia se manter da mesma forma. As tentativas chinesas de atrair investidores estrangeiros são limitadas pela desconfiança deles em relação às AACs locais, que são enxergadas pela comunidade investidora internacional como inerentemente políticas e aliadas ao governo chinês. Em 2017, a China liberou a atuação de AACs estrangeiras no mercado de títulos *onshore* chinês. As agências precisam se registrar junto ao PBOC e cumprir uma série de condicionalidades. (REUTERS, 2017).

Se, por um lado, essa ação do governo chinês sinaliza um enfraquecimento das AACs nacionais, ela foi realizada em um contexto onde as agências já possuem a reputação – e, como consequência, a inserção na regulação de utilidades de instituições financeiras chinesas públicas e privadas – necessária para se manter no mercado. Com a expansão dos mercados financeiros chineses para o resto do mundo, é provável uma expansão natural das agências chinesas. Além disso, a regulação de utilizações das autoridades chinesas e o fato das notas das agências chinesas para os títulos serem em média maiores que as fornecidas pelas agências estrangeiras também corroboram para o cenário de manutenção do poder de avaliação das AACs. Dessa forma, podemos concluir que em termos do primeiro passo necessário para o aumento do poder

¹⁹ China Chengxin Credit Rating Co.; Dagong Rating Co.; China Lianhe Credit Rating Co. (联合); Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service; Shanghai Far East (KENNEDY, 2008, p. 71-2).

de avaliação chinês, a consolidação do poder das AACs no mercado interno, a China é quem está mais à frente em relação aos casos anteriores, podendo já começar a pensar, junto com a liberalização, em estratégias de expansão global.

3.2.2.2 A Luta pelo poder de Avaliação Global: China, Acordos e BRICS

Após o estímulo à diminuição do poder das AACs estadunidenses e aumento das AACs nacionais nos mercados internos, é possível pensar na luta pelo poder de avaliação global. Como vimos anteriormente, é possível disputar o poder global a partir de uma expansão natural das AACs consequente da expansão dos mercados financeiros nacional internacionalmente; ou através de iniciativas mais estruturadas. Iremos focar na segunda maneira, pois, além de ser mais fácil de ser visualizada, as iniciativas apontam mais claramente quais são as intenções políticas das agências e Estados no SFI. Nesse sentido, vamos avaliar três iniciativas: a estratégia de internacionalização da Dagong Ratings, AAC chinesa; os acordos entre agências não-estadunidenses; e a proposta de banco dos BRICS.

A proposta da AAC chinesa Dagong Ratings talvez seja o projeto mais inovador em termos de desafiar o poder de avaliação global das agências estadunidenses. Isso se deve ao fato que a agência se propõe a desafiar a fonte de poder que até agora não foi mencionada em termos de luta pelo poder de avaliação: a metodologia. A Dagong Ratings critica abertamente a metodologia estadunidense e propõe uma nova visão de como deve ser o novo mainstream da avaliação de crédito no mundo. De acordo com o CEO da Dagong, Guan Jianzhong,

É importante que os participantes do mercado reexaminem os princípios fundamentais que governam o funcionamento da nossa economia creditícia e, logo, desenvolvam princípios e metodologias que reflitam esses fundamentos. É esse contexto que leva à emergência dos Princípios Norteadores de Avaliação de Crédito da Dagong Global Credit Rating Co. Ltd., um novo capítulo na história da avaliação de crédito (JIANZHONG, 2014, p. 1).

Dagong Rating é uma agência criada em 1994 e atualmente se consolida como a maior agência chinesa não-estatal. De acordo com os Princípios Norteadores de Avaliação de Crédito, o que falta na teoria ocidental é uma visão teórica sobre como se constrói a relação entre o crédito e o débito e como derivar o risco a partir dela. Partindo disso, Jianzhong propõe que as variáveis relacionadas à construção da capacidade de pagamento de um emissor de dívida devem ser a base de uma avaliação. Para o autor, isso destoa da metodologia mainstream, que estaria associada menos à capacidade de pagamento e mais à probabilidade de *default*, que seria

calculada baseada no histórico de default – variável que não teria necessariamente relação com a capacidade futura de pagamento de um título.

O que me parece mais inovador dessa metodologia é a centralidade nas fontes de pagamento para determinar a capacidade de pagamento. A fundação da relação entre o investidor e o emissor é que o segundo detém fontes de pagamento sustentáveis durante o período no qual o título estiver nas mãos do investidor. Os riscos variam de acordo com as diferentes fontes de pagamento, e cada fonte tem uma quantidade limitada de dívida que pode suportar. A fonte fundamental de qualquer pagamento é a rentabilidade, e quanto mais é necessário achar novas fontes de pagamento para pagar a dívida para além dela, maior o risco. Dessa forma, o *gap* entre a criação de riqueza e a fonte de pagamento é o elemento chave para pensar a capacidade de pagamento de um título. (JIANZHONG, 2014).

Olhando para a prática, é possível enxergar essas diferenças teóricas entre as agências estadunidenses e a Dagong levando a diferenças de notas. Para a Dagong Ratings, os EUA não merecem a maior nota do sistema, perdendo para países como a Rússia e a China, pois a capacidade estadunidense de gerar lucros é menor que a sua dívida, o que não é o caso da Rússia. (DURTEN, 2016). Esse posicionamento pode ser interpretado como um enfrentamento claro às agências dominantes. Independentemente da qualidade da crítica às agências estadunidenses e da nova metodologia proposta, ela se propõe a criar algo novo e desafiar às agências estadunidenses não somente com agências “melhores”, isso é, que utilizam a metodologia *mainstream* de uma maneira mais imparcial e apolítica, mas com agências inerentemente diferentes, que vão possuir um novo olhar sobre o SFI.

Ainda que essa proposta seja relevante, ela ainda não possui força ou adesão suficiente para contestar a metodologia *mainstream*. A possibilidade dela ser aceita está relacionada com a expansão da Dagong, e de outras AACs chinesas, pelo mundo. Vamos passar a partir de agora, portanto, para as estratégias de luta pelo poder de avaliação global a partir do fortalecimento de agências não-estadunidenses pelo mundo. Para isso acontecer, é necessário primeiro a agência se propor a ser global, realizando avaliações de títulos espalhados pelo globo – mesmo quando elas não são requisitadas. Como já vimos, a possibilidade de comparação entre títulos de diferentes países através das notas de uma agência é requisito essencial para que ela possa ser utilizada de forma ampla e global pelos investidores. A Dagong Ratings avalia mais de cem notas soberanas pelo mundo, e a ACRA russa, apesar de ainda não ter chegado nesse nível, tem em seus planos para 2018 a expansão da avaliação de entes soberanos (SPUTNIK, 2017a).

Outras estratégias incluem a expansão para outros territórios, aplicando para licenças e permissões para adentrar em novos mercados, e a associação entre agências. Em relação à

expansão, empresas chinesas começaram por se estabelecer em Hong Kong, procurando se consolidar como especialistas em avaliar títulos emitidos em yuan, e Dagong já chegou na União Europeia. Em relação à associação entre agências, alguns exemplos que ocorreram nos últimos anos são: o acordo cooperação assinado em 2017 entre a ACRA e a agência estatal chinesa *Golden Credit Rating International*, que tem como objetivo o incentivo à utilização de ratings próprios (SPUTNIK, 2017b); a criação em 2011 da *Universal Credit Ratings Group* em Hong Kong, a partir da associação entre a Dagong Ratings, a Egan-Jones, agência de pequeno porte estadunidense, e a russa RusRating; e a *Association of Credit Rating Agencies in Asia*, criada em 2011, e que em 2016 engloba 28 agências de 14 países pela Ásia. Essas iniciativas ainda não possuem grande efetividade no SFI, mas apoiam a expansão das agências nacionais e demonstram que as agências estão procurando se associar para expandir suas possibilidades de atuação.

O mais conhecido exemplo de associação que tem como objetivo desafiar o poder de avaliação estadunidense, porém, é a tentativa de criação da agência do BRICS. Os membros do BRICS tiveram suas notas rebaixadas nos últimos anos, como demonstrado nos gráficos 4 e 5. A ideia da criação de uma nova agência adveio da conferência do BRICS em 2015 e se consolidou na conferência de 2016, onde os líderes afirmaram a importância da criação de uma nova AAC que se especialize em avaliações de países em desenvolvimento e que faça um contraponto ao cenário de hegemonia global das agências estadunidenses. A agência do BRICS começaria fornecendo notas aos títulos emitidos pelo *New Development Bank*, o banco de desenvolvimento do BRICS.

A letargia no andamento do estabelecimento da agência nos últimos anos foi explicitado, porém, na conferência de 2017. Tanto o governo indiano quanto o sul africano se mantiveram como os maiores apoiadores da criação da agência. O governo chinês, por outro lado, manifestou reticências devido ao caráter iminentemente político que uma agência estatal teria aos olhos da comunidade internacional (BENDILE, 2017; MISHRA, 2017). Esse impasse pode ser compreendido de duas maneiras. Primeiro, enquanto os avanços da China seguem os passos antes delineados como necessários para a expansão de uma agência internacionalmente, que envolvem o gradual ganho de reputação e expansão dos mercados, a iniciativa dos BRICS seria uma imposição do alto que acaba por não ser crível pelos atores do SFI. Segundo, como mostra os gráficos 4 e 5, o histórico de notas fornecidas pelas agências estadunidenses para a China é consideravelmente melhor que o indiano ou o sul africano, o que justifica o maior ímpeto dos últimos comparado com o chinês.

O cenário que delineei nesse capítulo procurou demonstrar a construção do poder de avaliação estadunidense historicamente, as consequências dessas construções para os diferentes Estados e as principais tentativas de desafiar a distribuição desse poder atualmente. Ainda que essas tentativas ainda sejam incipientes, elas são algumas entre várias propostas de mudanças estruturais no SFI levadas a cabo por potências desafiadoras da hegemonia americana. Mais do que isso, porém, elas nos ajudam a compreender a atuação das AACs no SFI sob uma nova perspectiva, que ilumina o papel dos Estados na construção das agências e a importância de estratégias relacionadas ao poder dos Estados quando pensarmos em ações contundentes para diminuir o impacto das AACs no SFI.

CONCLUSÕES

A atuação das Agências de Avaliação de Crédito é um fenômeno que está recém começando a ser estudado pela academia. Apesar das agências existirem há mais de 100 anos, elas ganharam maior relevância com o fenômeno da financeirização no final do século XX, que impulsionou a atuação das agências em grande escala e internacionalmente. Ainda sim, essa atuação atualmente aparece mais nos jornais, quando esse ou aquele país mudou de nota, do que em análises mais aprofundadas sobre a relevância, o impacto ou o significado dessa mudança. Dessa forma, pode-se afirmar que ainda existe muito a ser explorado sobre as AACs e suas implicações pro Sistema Financeiro Internacional.

Essa dissertação teve, nesse sentido, o intuito de contribuir para essa literatura ascendente. Ela procurou alcançar esse objetivo através de uma análise teórica sobre o papel das agências no SFI, um sentido ainda pouco explorado na literatura acadêmica, que normalmente se limita a estudos estatísticos para comprovar a importância das AACs para o SFI. A partir desse intuito, o trabalho se desenvolveu ao redor de três hipóteses. Resta verificar a veracidade ou falsear cada uma delas, apontando também caminhos a serem seguidos em estudos posteriores.

A primeira hipótese se desenhava sob a ideia de investigar a importância das AACs para o SFI, entendendo que essa importância precisava ser posta em questão e não simplesmente tomada como um pressuposto do trabalho. Procurei verificar essa importância de três maneiras. Primeiro, ao entender o papel das AACs como um ator do processo de financeirização. O desenvolvimento da financeirização – interpretado pelos ortodoxos pela ótica da desregulamentação ou pelos keynesianos como catalizador de instabilidades recorrentes da economia –, é uma resposta aos obstáculos que o capital enfrentou em sua reprodução na segunda metade do século XX, um novo meio de reprodução do capital que, com a ajuda do Estado, enfrenta crises, mas continua se expandindo. Essa financeirização tem como um de seus atores fundamentais as AACs, que têm em essência o papel de guiar as decisões de investimento em mercados cada vez mais marcados por incerteza, volatilidade e falta de informação.

Segundo, procurei identificar a importância das AACs ao mostrar o impacto delas nos Estados e em outras empresas do SFI. Em relação aos Estados, esse impacto, como vimos no terceiro capítulo, varia bastante de acordo com a posição do Estado na hierarquia da economia mundial, mas, de forma geral, é sentido pela maioria dos Estados. O impacto pode ser sentido de duas maneiras. A nota das agências tende a se manter a mesma por longos períodos de tempo e estrutura os *spreads* de longo prazo – isto é, o custo de endividar-se nos mercados de títulos

de dívida. Além disso, que chamei de impacto estrutural, o impacto ocasionado pelo evento de mudança de nota é o mais sentido por Estados e agentes privados, ainda que se limite mais a eventos de rebaixamento de notas e à perda da posição de investimento.

Terceiro, a importância das AACs foi averiguada a partir da investigação sobre da onde vem essa importância, que chamei de fontes de poder. A mais relevante delas é a regulação, mais especificamente a regulação de utilizações. Ao institucionalizar a utilização das notas das agências para as decisões de investimento, os Estados e investidores privados criaram quase que automaticamente o impacto das agências no SFI. Essa institucionalização ao longo de mais de um século, no caso dos EUA, levou as AACs a gozarem de uma autoridade incontestável. A metodologia, a segunda fonte de poder, demonstra que essa autoridade é necessária para que as agências se mantenham com suas metodologias opacas e suas opiniões, e não seus cálculos, baseando decisões de investimento pelo mundo. A combinação de uma utilização indiscriminadas das AACs pelos Estados e agentes privados – que não responde às crises de confiabilidade nas agências com medidas para inibir seu o poder – com uma metodologia obscura - que obriga os investidores públicos a seguirem as opiniões das agências - é a receita para a manutenção do poder das AACs no SFI.

As implicações desse poder para os outros atores do SFI é o tema do terceiro capítulo e das duas hipóteses restantes. Entrando primeiro nos campos de pesquisa tradicionais – que funcionaram ao longo da dissertação mais como tipos ideais do que de fato análises das diferentes correntes teóricas da Economia Política –, os ortodoxos enxergam as agências como grandes estabilizadoras do sistema, otimizando as decisões de investimento e os fluxos de capitais. Os keynesianos enxergam as agências como um agente potencializador das bolhas financeiras. Além de entrarem na mania financeira, as agências, a partir de suas notas mais altas do que deveriam, diminuem os requerimentos de capital dos bancos, aumentando os efeitos de uma crise de liquidez no sistema. Os marxistas, por sua vez, enxergam o papel das agências como propagadoras do pensamento ortodoxo e assistentes do capital financeiro que se expande internacionalmente. As análises realizadas por autores da EPI tradicional, por fim, vão ao encontro das análises aqui denominadas marxistas, ao enxergarem a atuação das agências como, no extremo, epistocracias de imposição do ideário e das políticas econômicas neoliberais nos estados do SFI.

A EPI, como desenhada nessa dissertação, é um campo disciplinar que propõe analisar as relações entre o Estado e o Capital de maneira alternativa, ao analisar a importância do estado para o estímulo a expansão do capital e ao desenvolvimento econômico. As AACs são, nesse sentido, um assunto por excelência da EPI, ao escancarar a relação entre Estado e Capital. Os

Estados, intencionalmente ou não, estimularam o acúmulo de poder das AACs ao longo do século XX, incentivando as agências a terem a importância que têm hoje.

Além de deixar intrínseca essa relação entre Estados e agências - o que, como vimos, já foi destrinchado por outros autores - a dissertação se propôs a enxergar essa relação a partir da materialização dos Estados e das agências. O problema da maioria das análises sobre as agências é que elas, ao mesmo tempo, diferenciam e não diferenciam os Estados e as agências. Por um lado, elas sempre focam e explicitam o foco nas agências estadunidenses e, quando colocam exemplos de regulação, de metodologia ou históricos, eles são na maioria das vezes estadunidenses. Essas análises, porém, não reconhecem de forma completa as implicações dessa posição das agências estadunidenses, tanto para os EUA quanto para os outros países e outras agências do SFI. Se hoje as AACs estadunidenses têm poder e projeção global, elas precisaram construir esse poder ao longo do tempo, em detrimento de outras empresas espalhadas. Além disso, esse poder precisa ter consequências para os EUA e para os outros Estados do globo.

É a partir dessa perspectiva que procurei analisar a manutenção de hierarquias econômicas através da atuação das AACs, desenhando a segunda hipótese do trabalho. Existem impactos diferentes das mudanças de notas nos diferentes Estados, traduzidos nos artigos estatísticos pela diferença de impacto de notas especulativas e de investimento. As fontes de poder também trabalham para a criação e, principalmente, a manutenção de hierarquias. Por um lado, a metodologia costuma dar notas de investimento a países com indicadores típicos de países desenvolvidos. Além disso, essas notas tendem a permanecer no longo prazo, dando pouca margem de ascensão para os países periféricos. A regulação, por sua vez, favorece a utilização da Moody's e da S&P's, que não só possuem experiência limitada com países em desenvolvimento, como costumam ~errar`superestimando as notas dos países do Atlântico Norte.

Essas hierarquias precisam ser desconstruídas historicamente, não só para entender como os EUA retêm o poder de avaliação no SFI contemporâneo, mas para mapear estratégias de resistência a esse poder. Nesse sentido, a terceira hipótese procurou demonstrar a luta pelo poder de resistência estadunidense. Essa luta procura seguir a trajetória histórica dos EUA que, ao primeiro restringir os mercados e depois ativamente procurar expandir o poder das AACs internacionalmente, garantiu o poder de avaliação global de suas AACs;

A China, ao meu ver, é o Estado que está mais perto de seguir esses passos e ter suas AACs com algum poder de avaliação global. O país passou por um período considerável de protecionismo via regulação de utilizações, e agora começa a pensar estratégias globais, que

podem vir a se encaixar em sua estratégia de expansão dos mercados financeiros via o projeto *One Belt One Road*. Além da China, vimos que Rússia e União Europeia estão com propostas claras de resistência ao poder de avaliação estadunidense através da regulação, tanto de atividades quanto de utilizações. Por ultimo, iniciativas extra-econômicas também se desenham, como a agência dos BRICS, ainda que estejam em um passo de desenvolvimento anterior.

Existem algumas limitações claras nessa pesquisa, que podem se transformar em projetos de pesquisa futuros. Primeiro, ela não adentrou profundamente no cenário pós 2008, procurando entender as implicações da crise para as fontes de poder, para o impacto das agências e, em ultima instancia, para a relação Estado-Capital - ainda que as estratégias de resistência às AACs elaboradas no capítulo 3 sejam majoritariamente do pós-crise. Segundo, os exemplos de resistências ao poder das agências foram limitados, deixando Estados importantes de lado como o Japão, a Índia e o próprio Brasil. Nesse mesmo sentido, não foi problematizada a utilização da União Europeia como um exemplo, ainda que o bloco tenha limitações em seu poder quando comparado aos outros Estados estudados. Por último, a não análise dos *outlooks* e das notas de subnacionalidades se mostraram como impeditivos de uma compreensão mais profunda acerca dos *sovereign ratings* e das implicações deles para os diferentes Estados do Sistema Internacional.

De qualquer forma, acredito que a dissertação tenha contribuído, ainda que de maneira limitada, para uma compreensão mais holística do papel das AACs no SFI. O estudo acerca de um tema ainda em parte desconhecido pela literatura acadêmica e a utilização do campo de pesquisa da EPI garante ao trabalho a originalidade necessária para configurar uma contribuição. Segue-se, por hora, continuando a investigar como essas agências estão contribuindo para a expansão do caótico, incerto, neoliberal e, acima de tudo, hierarquizado Sistema Financeiro Internacional.

REFERÊNCIAS

- AFONSO, A. Understanding the determinants of sovereign debt ratings: Evidence for the two leading agencies. **Journal of Economics and Finance**, v. 27, n. 1, p. 56–74, 2003.
- AKTUG, R. E.; NAYAR, N.; SALAS, J. M. Are credit rating agency analysts valuable? **The Journal of Risk Finance**, v. 16, n. 4, p. 378–394, 17 ago. 2015.
- AMADEO, K. **What Happens If the Debt Exceeds the Ceiling this Month?** 2018. Disponível em: <<https://www.thebalance.com/u-s-debt-ceiling-why-it-matters-past-crises-3305868>>. Acesso em: 6 fev. 2018.
- ARCAND, J.-L.; BERKES, E.; PANIZZA, U. Too much finance? 2012. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12161.pdf>>. Acesso em: 21 fev. 2018.
- ARRIGHI, G. **O Longo Século XX**. Rio de Janeiro: Contraponto, 1994.
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems**, dez. 2010. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>>. Acesso em: 8 out. 2017
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Stocktaking on the use of credit ratings**, 2009. Disponível em: <www.bis.org/publ/joint22.pdf>. Acesso em: 8 jul. 2017
- BARAN, P.; SWEEZY, P. **Capitalismo Monopolista**. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1966.
- BELLUZZO, L. G. **Finança Global e Ciclos de Expansão**. In: FIORI, J. L. (org.). *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*. Petrópolis: Editora Vozes, 1999.
- BENDILE, D. **ANC wants Brics ratings agency as policy**. 2017. Disponível em: <<https://mg.co.za/article/2017-07-02-00-anc-wants-brics-ratings-agency-as-policy/>>. Acesso em: 11 fev. 2018.
- BORÇA JUNIOR, G. R.; TORRES, E. T. Analisando a Crise do Subprime. **Revista do BNDES**, v. 15, n. 30, p. 129-159, dez. 2008.
- BRUNER, C. M.; ABDELAL, R. To Judge Leviathan: Sovereign Credit Ratings, National Law, and the World Economy. **Journal of Public Policy**, v. 25, n. 2, p. 191–217, 15 jul. 2005.
- CANTOR, R.; PACKER, F. Determinants and impact of sovereign credit ratings. **Global Risk Assessments. Issues, Concepts & Applications in Business Environment Risk Assessment, Country, Investment and Trade Risk Analysis, Political Risk Assessment & Management**, n. 4, p. 65–100, 1997.
- CANUTO, O.; DOS SANTOS, P. F. P.; DE SÁ PORTO, P. C. Macroeconomics and sovereign risk ratings. **Journal of International Commerce, Economics and Policy**, v. 3, n. 02, 2012.
- CHESNAIS, F. A Teoria do Regime de Acumulação Financeirizado: Conteúdo, Alcance e Interrogações. **Economia e Sociedade**, v. 11, n. 1, p. 1-44, jan-jun 2002.

CHESNAIS, F. Introdução. In: CHESNAIS, F. **A Finança Mundializada**. São Paulo: Boitempo, 2005.

CHONG, F. **China: Bond markets opening to foreign investors**. Disponível em: <www.ipe.com/reports/special-reports/china/china-bond-markets-opening-to-foreign-investors/10021459.fullarticle>. Acesso em: 10 fev. 2018.

COHEN, B. **International Political Economy: An Intellectual History**. Princeton: Princeton University Press, 2008.

COHEN, B. Phoenix Risen: The Resurrection of Global Finance. **World Politics**, v. 48, n. 02, p. 268–296, jan. 1996.

CROUCH, C. Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime. **The British Journal of Politics and International Relations**, n. 11, 2009, p. 382–399.

DURTEN, T. **Here Is Why One Credit Rating Agency Believes Russia Is Safer Than The US**. Disponível em: <<https://www.zerohedge.com/news/2016-06-22/here-why-one-credit-rating-agency-believes-russia-safer-us>>. Acesso em: 11 fev. 2018.

HILFERDING, R. **Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development**. London: Routledge & Kegan Paul, 1981.

EPSTEIN, G. A. **Capital flight and capital controls in developing countries**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2005a.

EPSTEIN, G. Introduction: Financialization and the World Economy. In: **Financialization and the World Economy**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2005b.

ESMA. **ESMA fines Moody's €1.24 million for credit ratings breaches**. 2017c. Disponível em: <<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-fines-moody%E2%80%99s-%E2%82%AC124-million-credit-ratings-breaches>>. Acesso em: 8 fev. 2018.

ESMA. **Non-EU Credit Rating Agencies**. 2018. Disponível em: <<https://www.esma.europa.eu/supervision/non-eu-credit-rating-agencies>>. Acesso em: 20 jan. 2018.

ESMA. **Questions and Answers Implementation of the Regulation (EU) No 462/2013 on Credit Rating Agencies**, 2017a. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-5_87_questions_and_answers_on_the_implementation_of_the_regulation_eu_no_463_2013_on_credit_rating_agencies.pdf>. Acesso em: 8 fev. 2018

ESMA. **Report on CRA Market Share Calculation**, 2017b. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-5-209_-_cra_market_share_calculation_2017.pdf>. Acesso em: 23 fev. 2018.

FERRI, G.; LIU, L.-G.; MAJNONI, G. The role of rating agency assessments in less developed countries: Impact of the proposed Basel guidelines. **Journal of Banking & Finance**, v. 25, n. 1, p. 115–148, 2001.

FERRI, G.; LIU, L.-G.; STIGLITZ, J. E. The procyclical role of rating agencies: Evidence from the East Asian crisis. **Economic Notes**, v. 28, n. 3, p. 335–355, 1999.

FINANCIAL STABILITY BOARD. **Roadmap and workshop for reducing reliance on CRA ratings: FSB report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors**. 2009. Disponível em: <www.fsb.org/wp-content/uploads/r_121105b.pdf>. Acesso em: 06 jun. 2017.

FINANCIAL TIMES. **Definition of global financial system**. Financial Times Lexicon. 2018. Disponível em: <http://lexicon.ft.com/Term?term=global-financial-system>. Acesso em: 05 abril 2018.

FIORI, J. L. **Formação, Expansão e Limites do Poder Global**. In: Fiori, J. L. (org), *O Poder Americano*, Editora Vozes, Petrópolis, 2004a.

FIORI, J. L. **O Poder Global dos Estados Unidos: formação, expansão e limites**. In: Fiori, J. L. (org), *O Poder Americano*. Petrópolis: Editora Vozes, 2004b.

FIORI, J. L. **Estados, Moedas e Desenvolvimento**. In: FIORI, J.L. (org.). *Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações*. Rio de Janeiro: Vozes, 1999.

FOSTER, J. B.; MAGDOFF, H. **The Great Financial Crisis: Causes and Consequences**. New York: Monthly Review Press, 2009.

FREITAS, P. G. de. **O Capital Internacional Dentro Do Sistema Internacional: A Influência Das Agências De Rating nas Políticas Econômicas do Brasil**. Monografia (Graduação em Relações Internacionais) Universidade Federal de Santa Catarina. Santa Catarina, 2014.

FUJITA, S.; SASAKI, H. **Financialization and its Long-run Macroeconomic Effects in a Kalecki-Minsky Model**. Kyoto University, Graduate School of Economics Research Project Center Discussion Paper, 2011.

G1. **S&P eleva notas do BTG Pactual por “melhor liquidez”**. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2016/09/sp-eleva-notas-do-btg-pactual-por-melhor-liquidez.html>>. Acesso em: 20 fev. 2018.

GAIDAR FORUM. **Russia and the world: Values and Virtues**. 2018. Disponível em: <<http://en.gaidarforum.ru/about/partners/raex-expert-ra/>>. Acesso em: 10 fev. 2018.

GAILLARD, N. **A Century of Sovereign Ratings**. New York, NY: Springer New York, 2012.

GANDE; A.; PARSLEY, D. **Sovereign Credit Ratings and International Portfolio Flows**. IMF, 2004. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2004/ecbimf/pdf/parsle.pdf>>. Acesso em: 05 set. 2016.

GERBASE, L. Moody’s aumenta a nota dos títulos gregos. **CEIRI NEWSPAPER**. 2017. Disponível em: <<http://www.jornal.ceiri.com.br/moodys-aumenta-nota-dos-titulos-gregos/>>. Acesso em: 17 ago. 2017a.

- GERBASE, L. Moody's e S&P's alertam: Nota do Reino Unido pode baixar. **CEIRI NERSPAPER**. 2017. Disponível em: <<http://www.jornal.ceiri.com.br/moodys-e-sps-alertam-nota-do-reino-unido-pode-baixar/>>. Acesso em: 17 ago. 2017b.
- GRAVAS, P. Ratings Game. **Finance & Development**, v. 49, n. 1, mar. 2012
- GROS, D. B. Considerações sobre o neoliberalismo como movimento ideológico internacional. **Ensaio FEE**, v. 29, n. 2, p. 565–590, 2008.
- HAN, S. H.; PAGANO, M. S.; SHIN, Y. S. Rating Agency Reputation, the Global Financial Crisis, and the Cost of Debt. **Financial Management**, v. 41, n. 4, p. 1–36, 2012.
- HARVEY, D. **The Condition of Postmodernity: an Enquire into the Origins of Cultural Change**. Oxford: Blackwell Publishers, 1989.
- HELLEINER, E. **States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s**. Ithaca: Cornell University Press, 1994.
- HWANG, E.-G. The East Asian Financial Crises: Causes, Consequences and Lessons. **South African Journal of Economics**, v. 67, n. 2, p. 82–91, 1999.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **IMF World Economic Outlook, April 2017; List of Tables, Part B (Web only)**, 2017. Disponível em: <<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WEO/2017/April/pdf/tblpartb.ashx>>
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity**. 2010. Disponível em: <https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-flagship.../ft/.../_textpdf.ashx>. Acesso em: 24 de jun. 2017.
- INVESTOPEDIA. **Enron Scandal: The Fall of a Wall Street Darling**. 2016. Disponível em: <<http://www.investopedia.com/updates/enron-scandal-summary/>>. Acesso em: 15 ago. 2017.
- INVESTOPEDIA. Investopedia. 2018. Disponível em: <<http://www.investopedia.com>>. Acesso em: 25 fev. 2018.
- IOANNOU, S. **The Political Economy of Credit Rating Agencies: The Case of Sovereign Ratings**. 2013. Disponível em: <http://www.boeckler.de/pdf/v_2013_10_24_ioannou.pdf>. Acesso em: 18 out. 2016.
- JIANZHONG, G. **Guiding Principles of Credit Rating**, 2014. Disponível em: <<http://en.dagongcredit.com/uploadfile/2017/0621/20170621121447571.pdf>>
- JR, R. A. O.; SORKIN, A. R. ENRON'S COLLAPSE: THE OVERVIEW; ENRON CORP. FILES LARGEST U.S. CLAIM FOR BANKRUPTCY. **The New York Times**, 3 dez. 2001.
- KATZ, C. Interpretaciones de la crisis. **Revista Espacio Crítico**, 2010. Disponível em: <http://www.cadtm.org/IMG/pdf/INTERPRETACIONES_CRISIS_oct2010.pdf>. Acesso em: 14 abr. 2017.
- KENNEDY, K. China's Emerging Credit Rating Industry: The Official Foundations of Private Authority. **The China Quarterly**, v. 193, p. 65–83, 2008.

KERWER, D. Standardizing as governance: The case of credit rating agencies. **Common Goods. Reinventing European and International Governance**, p. 293–315, 2002.

KIFF, J.; KISSER, M.; SCHUMACHER, M. L. **Rating through-the-cycle: what does the concept imply for rating stability and accuracy?** International Monetary Fund, 2013. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Rating-Through-the-Cycle-What-does-the-Concept-Imply-for-Rating-Stability-and-Accuracy-40378>>. Acesso em: 22 mar. 2017.

KIM, S. J.; WU, E. Sovereign credit ratings, capital flows and financial sector development in emerging markets. **Emerging Markets Review**, v. 9, n. 1, p. 17–39, mar. 2008.

KINDLEBERGER, C. P.; ALIBER, R. Z. **Manias, panics, and crashes: a history of financial crises**. 5th ed ed. Hoboken, N.J: John Wiley & Sons, 2005.

KINJE, J. **China's domestic credit rating agencies see no debt problem**. Financial Times, 30 jun. 2016. Disponível em: <[www.ft.com%2Fcms%2Fs%2F3%2Fdca6f042-3ec8-11e6-8716a4a71e8140b0.html%3Fsiteedition%3Dintl%26_i_referer=&classification=conditional_premium19m&iab=barrier-app#axzz4H4LwlEce](http://www.ft.com/cms%2F3%2Fdca6f042-3ec8-11e6-8716a4a71e8140b0.html%3Fsiteedition%3Dintl%26_i_referer=&classification=conditional_premium19m&iab=barrier-app#axzz4H4LwlEce)>. Acesso em: 17 ago. 2016.

KORNCHANKUL, A. **An Introduction to China's Onshore Bond Market**. Oppenheimer Funds, 27 mar. 2017. Disponível em: <https://www.oppenheimerfunds.com/investors/da/An_Introduction_to_Chinas_Onshore_Bond_Market.pdf>. Acesso: 24 jan. 2018.

LANGOHR, H. M.; LANGOHR, P. T. **The rating agencies and their credit ratings: what they are, how they work and why they are relevant**. Hoboken, NJ: Wiley, 2008.

LAPAVITSAS, C. **Financialisation in crisis**. Leiden: Brill, 2012.

LEWIS, M. **The Big Short: Inside the Doomsday Machine**. Nova York: W. W. Norton & Company, 2011.

LIU, P.; SEYYED, F. J.; SMITH, S. D. The independent impact of credit rating changes—the case of Moody's rating refinement on yield premiums. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 26, n. 3–4, p. 337–363, 1999.

MALLABY, S. *More Money than God: Hedge Funds and the Making of the New Elite*. New York: The Penguin Press, 2010.

MARCO, J. **Agência de Rating, Sistema Financeiro Internacional e o Caso do Risco Soberano do Brasil de 2002 a 2013**. Dissertação (Mestrado em Relações Internacionais). Universidade Federal de Santa Catarina. Santa Catarina, 2014.

MEDEIROS, C. A. de. Financial dependency and growth cycles in Latin American countries. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 31 n.1, 79-99, 2008

METRI, M. M.; **Hierarquia e competição entre Estados nacionais no atual sistema monetário internacional**. Dissertação (Mestrado em Economia). Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2003.

MIHAELAJMÉNO, M. Credit Rating Agency Performance in Terms of Profit. **Procedia Economics and Finance**, IISES 3rd and 4th Economics and Finance Conference. v. 30, p. 631–642, 1 jan. 2015.

MILLER, M. H. The History of Finance: an eye witness account. **The Journal of Portfolio Management**, v. 13, n. 2, p. 8-14, 1999.

MINSKY, H. P. **Creation of a Capitalist Financial System**. Hyman P. Minsky Archive. Paper 348. 1993.

MINSKY. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to “Standard” Theory. **Nebraska Journal of Economics and Business**, v. 20, n. 1, p. 20–27, 1977.

MISHRA, A. R. **BRICS silent on new rating agency despite push by Narendra Modi**. 2017. Disponível em: <<http://www.livemint.com/Politics/2E5TXtBr0DYWEUUDmcyRZP/Brics-Summit-2017-Narendra-Modi-calls-for-early-setting-up.html>>. Acesso em: 11 fev. 2018.

MOFFITT, M. *O Dinheiro do Mundo: de Bretton Woods à beira da Insolvência*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1984.

MOODY’S INVESTORS SERVICE. **Contact Us**. 2017a. Disponível em: <<https://www.moody.com/Pages/contactus.aspx>>. Acesso em: 05 abr. 2017.

MOODY’S INVESTORS SERVICE. **Moody’s to withdraw national scale ratings in Russia**. 2016. Disponível em: <https://www.moody.com/research/Moodys-to-withdraw-national-scale-ratings-in-Russia--PR_345358>. Acesso em: 10 fev. 2018.

MOODY’S INVESTORS SERVICE. **Research & Ratings: Sovereign & Supranational - Moody’s**. 2017b Disponível em: <<https://www.moody.com/researchandratings/market-segment/sovereign-supranational/-/005005/005005/-/1/0/-/0/-/en/global/rr>>. Acesso em: 22 fev. 2018.

MOODY’S INVESTORS SERVICE. **Sovereign Bond Ratings**, 2016. Disponível em: https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1044859

MOODY’S INVESTORS SERVICE. **Sub-Sovereign Ratings List**, 31 jul. 2017c. Disponível em: <https://www.moody.com/research/Sub-Sovereign-Ratings-List--PBC_124094?WT.z_referringsource=MPSE~SubSovRatingsList>

MOODY’S. **Moody’s Removes Distinction Between Ratings of Brady Bonds and Other Bonds of Argentina, Mexico and Venezuela; Assigns First-Time Ratings to Brady Bonds of Brazil, Jordan, Philippines, Poland and Uruguay**. 1996. Disponível em: <https://www.moody.com/research/MOODY-S-REMOVES-DISTINCTION-BETWEEN-RATINGS-OF-BRADY-BONDS-AND-OTHER--PR_4746>. Acesso em: 3 dez. 2017.

MOORE, E. **Do sovereign credit ratings still matter?** Financial Times, Disponível em: <<https://www.ft.com/content/fa563ac4-492e-11e6-8d68-72e9211e86ab>>. Acesso em: 19 fev. 2018.

MOREIRA, V. G. **O Campo Financeiro e as Crises: Algumas Considerações sobre a Dinâmica de Legitimação das Finanças no Início do Século XXI.** In: Vi Seminário Nacional Sociologia & Política. Universidade Federal do Paraná: 2015. Disponível em: <http://www.e-democracia.com.br/sociologia/anais_2015/pdf/AMSF.pdf>. Acesso em: 16 abr. 2017.

PARTNOY, F. **Rethinking regulation of credit rating agencies: An institutional investor perspective.** Council of Institutional Investors. 2009. Disponível em: <frankpartnoy.com/wp-content/.../CRAWhitePaper04-14-09.pdf>. Acesso em: 05 maio 2017.

PATNAIK, P. Finance and growth under capitalism. In: DASGUPTA, B. (Org.). **Non-Mainstream Dimensions of Global Political Economy: Essays in Honour of Sunanda Sen.** Londres: Routledge, 2013

PAUDYN, B. **Credit Ratings and Sovereign Debt: The Political Economy of Creditworthiness through Risk and Uncertainty.** Nova York: Palgrave Macmillan, 2014.

POON, W. P. H. CREDIT RATINGS IN CHINA. In: GUN, B. E (Org.). **Capital Markets, Globalization, and Economic Development.** Springer New York, 2005.

PRATES, D. M. As Assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional. **Revista de Economia contemporânea**, Rio de Janeiro, n. 9 v.2, 2005, p.263-288.

RATAJCZAK, M. The Financialization of the Economy: views from the institutional perspective. **EKONOMIA ECONOMICS**, v. 15, n. 3, 2011.

REURINK, **Credit rating agencies and the politics of creditworthiness: the pre-crisis evolution and post-crisis renegotiation of the global credit rating regime.** Dissertação (Mestrado em Relações Internacionais), Faculty of Social and Behavioral Sciences, Universidade de Amsterdã, Leiden. 2012. Disponível em: <<http://arno.uva.nl/document/454222>>. Acesso em: 05 jun. 2017.

REUTERS. Basel regulators make U-turn on banks' use of credit rating agencies. **Reuters**, 9 out. 2015. Disponível em: <<https://uk.reuters.com/article/basel-banks-regulations/basel-regulators-make-u-turn-on-banks-use-of-credit-rating-agencies-idUKL8N1290WX20151009>>. Acesso em: 15 dez. 2017.

REUTERS. China opens local bond ratings to global agencies. **Reuters**, 4 jul. 2017. Disponível em: <<https://www.reuters.com/article/china-bonds-ratings/china-opens-local-bond-ratings-to-global-agencies-idUSL3N1JV19E>>. Acesso em: 01 jan. 2018

REUTERS. Chinese agency Dagong cuts U.S. sovereign ratings to BBB+ from A-. **Reuters**, 16 jan. 2018. Disponível em: <<https://www.reuters.com/article/us-usa-ratings-dagong/chinese-agency-dagong-cuts-u-s-sovereign-ratings-to-bbb-from-a-idUSKBN1F50OU>>. Acesso em: 17 jan. 2018.

RUSSIAN LEGAL INFORMATION AGENCY (RASPI). Russian government approves bill on credit rating agencies with minor changes. **RASPI**. 2015. Disponível em: <http://www.rapsinews.com/legislation_news/20150424/273612906.html>. Acesso em: 10 fev. 2018.

S&P Global Ratings. **Office And Affiliate Locations.** 2017a. Disponível em: <https://www.spratings.com/en_US/office-and-affiliate-locations>. Acesso em: 05 abr. 2017.

S&P GLOBAL.. **Sovereign Ratings List**. 03 ago. 2017b. Disponível em: <https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/CreditResearch/RenderArticle.aspx?articleId=1894456&SctArtId=433731&from=CM&nsl_code=LIME&sourceObjectId=10199471&sourceRevId=1&fee_ind=N&exp_date=20270804-21:15:37>. Acesso em: 22 fev. 2018.

SCHWARTZMAN, K. C. **Globalization: the New Mechanism of Dependency**. In: REIFER, T. (Org.). *Globalization, Hegemony and Power: Antisystemic Movements & the Global System*. London: Paradigm Publishers, 2004.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Dodd-Frank Act Rulemaking: Credit Rating Agencies**. 2018. Disponível em: <<https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/creditratingagencies.shtml>>. Acesso em: 12 nov. 2017.

SEN, S. **The meltdown of the global economy: A Keynes-Minsky episode?** Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1687778>. 2010. Acesso em: 05 de abr. de 2017.

SERRANO, F.; PIMENTEL, K. Será que “Acabou o Dinheiro”? Financiamento do Gasto Público e Taxas de Juros num País de Moeda Soberana. **Rev. econ. contemp.** [online]. 2017, vol.21, n.2. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1590/198055272123>>. Acesso em: 21 fev. 2018.

SHORTER, G.; SEIRZINGER, M. J. **Credit Rating Agencies and Their Regulation**. Congressional Research Service, 3 set. 2009. Disponível em: http://garrettforms.house.gov/uploadedfiles/credit_rating_agencies.pdf. Acesso em: 1 ago. 2016.

SINCLAIR, T. J. **The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness**. Ithaca: Cornell University Press, 2005.

SOTIROPOULOS, D. P. Kalecki’s Dilemma: Toward a Marxian Political Economy of Neoliberalism. **Rethinking Marxism**, v. 23, n. 1, p. 100–116, jan. 2011.

SPIEGLER, P.; MILBERG, W. Methodenstreit 2013? Historical Perspective on the Contemporary Debate Over How to Reform Economics. **Forum for Social Economics**, v. 24, n. 4, 2013.

SPUTNIK. Russia Rating Agency to Cooperate With Leading Chinese Research Firm. 2017a. **SPUTNIK**. Disponível em: <<https://sputniknews.com/business/201711021058744409-russia-agency-china-cooperation/>>. Acesso em: 14 jan. 2018.

SPUTNIK. Russian Credit Rating Agency to Issue First Global Ratings in 2018 - CEO. **SPUTNIK**. 2017b. Disponível em: <<https://sputniknews.com/russia/201708281056844783-russia-credit-rating-agency-ceo/>>. Acesso em: 11 fev. 2018.

STANDARD & POOR’S. **How We Rate Sovereigns**. 2015. Disponível em: <<https://www.spratings.com/documents/20184/774196/How+We+Rate+Sovereigns.pdf/a9419c9e-eb76-4283-83a6-34d0e8b13112>>. Acesso em: 16 ago. 2017.

STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. **Cambridge Journal of Economics**, v. 28, n. 5, p. 719–741, 1 set. 2004.

SWEEZY, P. Monopoly Capital After Twenty-Five Years. **Monthly Review**, v 43, n. 7, dez. 1991.

TAVARES, M. da C. **A Retomada da Hegemonia Norte-Americana**. In: FIORI, J. L.; TAVARES, M. da C (org.). Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização. Petrópolis: Editora Vozes, 1997.

TEIXEIRA, A. **Estados Unidos: A “Curta Marcha” para a Hegemonia**. In: FIORI, J. L. (org.). Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações. Petrópolis: Editora Vozes, 1999.

THE ECONOMIST. Link by link. **The Economist**, out. 2008. Disponível em: <www.economist.com/node/12415730>. Acesso em: 15 fev. 2018.

THOMPSON, D. F. Understanding Financial Conflicts of Interest. **New England Journal of Medicine**, v. 329, n. 8, p. 573–576, 19 ago. 1993.

TORRES, E. T. A Crise do Sistema Financeiro Globalizado Contemporâneo. **Revista de Economia Política**, v. 34, n. 3, pp. 433-450, jul. 2014.

TRADING ECONOMICS. **Credit Rating - Countries - List**. 2018. Disponível em: <<https://tradingeconomics.com/country-list/rating>>. Acesso em: 23 fev. 2018.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **2016 Summary Report Of Commission Staff’s Examinations of Each Nationally Recognized Statistical Rating Organization**. Disponível em: <<https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/special-studies/nrsro-summary-report-2016.pdf>>. Acesso em: 8 out. 2017.

VAN DER ZWAN, N. Making sense of financialization. **Socio-Economic Review**, v. 12, n. 1, p. 99–129, jan. 2014.

WANG, Y. The Rise of the “Shareholding State”: Financialization of Economic Management in China. **Socio-Economic Review**, v. 13, n. 3, p. 603–625, 2015.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK DATABASE. **World Economic Outlook Database October 2017**. 2017. Disponível em: <<https://www.econdb.com/dataset/WEO/world-economic-outlook-database-april-2017/>>. Acesso em: 10 fev. 2018.

GLOSSÁRIO²⁰

Alavancagem: Alavancagem (financeira) é a capacidade de aumentar os ganhos sem aumentar os gastos através da contração de dívida. Também pode se referir à quantidade de dívida utilizada para financiar ativos. Quando mais o sistema financeiro está alavancado, mais os investidores estão contraindo dívidas para financiar seus investimentos. Os bancos podem limitar ou estimular o aumento do nível de alavancagem do sistema financeiro.

Credit default swaps: Um *swap* é um derivativo que assinala uma troca entre dois atores e é bastante utilizado para trocar títulos de renda fixa por um de renda variável. No caso do Credit Default Swap, porém, ele funciona menos como um *swap* e mais como um seguro contra o *default* de um título. O vendedor do *swap* assegura ao comprador que, caso o título entre em *default* ou ocorra algum outro problema, ele pagará as parcelas restantes do título até o fim do seu prazo de maturidade.

Empresa Derivada: É a criação de uma companhia independente através da venda de novas ações de uma parte ou seção de uma companhia já estabelecida no mercado. Ela se mantém relacionada à companhia geradora pois as ações são mantidas, pelo menos inicialmente, pelos *shareholders* da companhia geradora, mas ela aparece como uma companhia separada nas bolsas de valores.

Fundo de Pensão: É qualquer fundo que proporciona renda de aposentadoria aos seus investidores. Atualmente os grandes fundos de pensão estão entre os atores mais importantes do SFI, ao concentrarem recursos e os investirem em ações e outros títulos.

Fundos Hedge: Hedge é um tipo de investimento, chamado em português de cobertura, onde se protege um investimento de riscos, a partir de seguros ou outras formas. Um Fundo Hedge se relaciona com esse conceito, mas não o define inteiramente. Ele é um fundo de alto nível de risco que se estabelece ao apostar contra o mercado, isto é, ao ver oportunidades de mercado onde outros fundos não estão vendo. São fundos normalmente oferecidos somente a investidores de grande porte e são menos líquidos, ao obrigarem o investidor a reter seu dinheiro por um tempo específico.

Haircut: Existem dois significados a essa palavra. O primeiro se refere à margem de ganho de um formador de mercado. O segundo, que é o utilizado no trabalho, está relacionado ao colateral de um empréstimo. Quando um título é utilizado como colateral de um empréstimo, o valor do título tende a ser desvalorizado no contrato do empréstimo, para amortecer as consequências futuras de sua desvalorização real. A margem de desvalorização do título contrato em relação ao seu preço original, dada em porcentagem, é o *haircut*.

Mercado Onshore: Mercados *onshore* e *offshore* se referem à localização do mercado em relação a uma nação e sua jurisdição. Mercados *onshore* são aqueles localizados dentro do território de uma nação, estando, logo, subordinados às regulamentações dela. Mercados *offshore* estão fora do território, estando subordinados a regulamentações específicas, normalmente mais abertas e flexíveis que as dos mercados *onshore*.

²⁰ Todos os termos foram extraídos da mesma fonte, Investopedia (2018), e traduzidos por mim para o português.

Mercados Secundários: Os mercados podem ser classificados em primários ou secundários. Nos mercados primários, os investidores compram ativos diretamente da companhia que está os vendendo. A companhia cria novos ativos, sejam ações ou título, e os insere no mercado. Nos mercados secundário, a companhia que criou os ativos não é um dos dois lados da venda, com seus títulos sendo (re)comprados e (re)vendidos por outros atores. As grandes bolsas de valores são mercados secundários.

Opções: Uma opção é um contrato, onde se permite um agente a compra e venda de determinado ativo por um preço específico e durante um período específico. Ela obriga o detentor de um ativo a comprar e vender para um agente a um preço durante um período de tempo.

Requerimento de Capital: É um requerimento que determina a quantidade de liquidez que um banco deve ser reter obrigatoriamente para um dado nível ou qualidade de ativos que o banco possui. Esses requerimentos são estabelecidos por agências reguladoras nacionais, ou estabelecidos internamente pelos bancos, e têm a função de prevenir a quebra de um banco devido a perdas ou a volumosas e inesperadas retiradas de capital de seus clientes.

Responsabilidades Contingentes: É uma responsabilidade que pode vir a ocorrer caso certos eventos se confirmem. Ela aparecerá ou não nos registros contábeis de acordo com o nível de probabilidade e impacto da ocorrência do evento.

Spread: A palavra possui diferentes significados dentro do mercado financeiro. No mundo de rendimentos de renda fixa, como os títulos de dívida estudados nesse trabalho, o *spread* é a diferença de rendimentos de dois títulos diferentes com a mesma maturidade, ou de dois títulos similares com maturidades diferentes. No mercado de títulos de dívida nacionais, o *spread* normalmente é a diferença percentual entre o rendimento oferecido pelo título de uma nação em comparação com o rendimento oferecido pelos títulos do Tesouro estadunidense. Como o título estadunidense é o com menos risco do SFI, os outros títulos oferecem maiores *spreads* como compensações, ou prêmios de risco.

Taxa de Adequação de Capital: É uma medida internacional que mede o risco de insolvência de um banco de acordo com seus ativos. Ela faz isso ao contrastar o capital retido pelo banco com o risco de seus ativos.