



A resiliência das agências de *rating* no sistema financeiro internacional: uma análise teórica

The resilience of credit rating agencies in the international financial system: a theoretical analysis

DOI: 10.21530/ci.v14n2.2019.925

Pedro Lange Netto Machado¹

Patrícia Fonseca Ferreira Arienti²

Resumo

Por que as agências de *rating* permanecem como atores chave na dinâmica financeira global, mesmo após seus sucessivos fracassos enquanto avaliadoras de risco? Este artigo analisa a resiliência destas empresas a partir de reflexões teóricas, que permitem confrontar suas trajetórias históricas com uma perspectiva da globalização financeira que leva em conta tanto suas motivações políticas quanto seus desdobramentos econômicos. A hipótese trabalhada considera que o papel desempenhado pelas agências no sistema financeiro internacional excede a função de classificação de risco, consistindo também na manutenção da coerência interna do regime financeiro que se constituiu sobre a projeção do poder estrutural dos Estados Unidos e que se traduz no Consenso de Washington. Com esta finalidade, conjuga-se a teoria de Panitch e Gindin (2012) e de Konings (2011), que compreendem a globalização financeira como uma expansão do sistema financeiro dos Estados Unidos para o restante do globo, com reflexões teóricas e recentes observações empíricas de marcos regulatórios e sobre o *modus operandi* de Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings. Busca-se, assim, contribuir para melhor compreensão acerca dos objetivos dessas empresas e conferir solidez teórica a possíveis pesquisas empíricas em torno de suas ações.

Palavras-chave: Globalização financeira; Agências de *rating*; Consenso de Washington.

1 Doutorando em Ciência Política no Instituto de Estudos Sociais e Políticos (IESP) da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Mestre em Relações Internacionais pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Bolsista CNPq.

2 Professora Adjunta no Departamento de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Doutora em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná (UFPR).

Artigo submetido em 24/03/2019 e aprovado em 05/06/2019.





Abstract

Why do credit rating agencies remain as key players in the global financial dynamic even after their successive failures as risk assessors? This article aims to analyze these companies' resilience based on theoretical reflections that allow the confrontation between their historical trajectories and a perspective of financial globalization that takes into account both its political motivations and its economic developments. The working hypothesis is that the agencies' role in the international financial system exceeds the function of rating, also consisting in maintaining the internal coherence of the financial regime that was constituted on the United States' structural power projection, which is translated in the Consensus of Washington. For this purpose, the theory of Panitch and Gindin (2012) and Konings (2011), which understands financial globalization as an expansion of the United States financial system to the rest of the globe, is combined with theoretical reflections and recent empirical observations on regulations marks and about the *modus operandi* of Standard & Poor's, Moody's and Fitch Ratings. This research, therefore, seek to contribute for a better understanding about these companies' objectives and to provide a theoretical foundation to future empirical researches regarding their actions.

Keywords: Financial globalization; Credit rating agencies; Washington Consensus.

Introdução

Em 2008, a quebra do banco americano Lehman Brothers desencadeou uma das maiores crises da história do capitalismo. Apenas seis dias antes de declarar falência, contudo, seu *rating* figurava no grau de investimento da Standard & Poor's (S&P), ao passo que a Moody's o manteria nesta categoria até apenas um dia antes de seu colapso. Cerca de uma década antes, na crise financeira asiática de 1997, a demora das agências de *rating* em rebaixar a nota de títulos tailandeses já havia imposto grandes prejuízos a investidores, o que colocou em xeque suas capacidades de avaliação de risco. No interregno, em 2001, as agências se envolveriam em outra crise de grandes proporções, quando da falência da Enron, que, quatro dias antes de declarar insolvência, ainda era avaliada como grau de investimento por S&P, Moody's e Fitch Ratings. Estes exemplos compõem um cenário naturalmente inquietante para os estudiosos do sistema financeiro globalizado: diante de sucessivas falhas como avaliadoras de risco, por que as agências de *rating* permanecem como atores-chave na dinâmica financeira global?





O presente artigo pretende responder este questionamento com base em reflexões teóricas, no intento de compreender os propósitos das agências na globalização financeira. Com esta finalidade, propõe-se a hipótese de que o papel por elas desempenhado na dinâmica financeira global excede a mera função de classificação de risco, consistindo, também, na manutenção da coerência interna do regime financeiro, que se constituiu sobre a projeção do poder estrutural dos Estados Unidos e que se traduz no Consenso de Washington. O argumento é respaldado pelas teorias de Konings (2011) e Panitch e Gindin (2012) que, lançando mão da noção de poder estrutural desenvolvida por Strange (1996), exploram a dimensão política dos processos que compõem a globalização financeira, entendida como expansão do sistema financeiro estadunidense para o restante do globo. Desse modo, metodologicamente, estabelece-se um panorama histórico da evolução de S&P, Moody's e Fitch Ratings dentro do sistema financeiro estadunidense e, posteriormente, explora-se a projeção que ganham com o estabelecimento de mercados de capitais globalizados. Para tanto, algumas observações empíricas, a partir de casos pontuais e de algumas de suas manifestações, servirão para ilustrar e embasar a verificação da hipótese.

Além desta introdução e de uma conclusão, o artigo se organiza em outras três seções. A segunda seção, de caráter teórico, apresenta as teorias que fundamentarão o argumento desenvolvido. Na terceira, tendo-se como referência a noção de globalização financeira apresentada, narra-se a evolução das agências de *rating* como instituições estadunidenses desde suas criações, nas primeiras décadas do século XX. Lança-se, assim, as bases para que, na seção seguinte, a hipótese seja trabalhada a partir da efetiva análise de suas atuações na era das finanças globalizadas – indo-se, finalmente, ao encontro do argumento proposto.

A dimensão política da globalização financeira

Ao longo do último quartel do século XX, o estabelecimento de mercados de capitais globalizados e regidos por normas, práticas e instituições de origens estadunidenses viria a caracterizar o que se convencionou chamar de globalização financeira. Neste processo, a expansão da dinâmica do sistema financeiro dos Estados Unidos (EUA) para o restante do globo faria com que outros países abrissem seus espaços socioeconômicos para que fossem estruturados conforme o modelo de capitalismo norte-americano (KONINGS, 2011; PANITCH; GINDIN, 2012).





Como consequência, contrariamente às teses acerca do declínio hegemônico dos EUA, comumente difundidas a partir da conformação dos mercados globalizados, o poderio norte americano passaria a ganhar uma nova dimensão constituída, em parte, pelo controle que passaria a deter sobre a estrutura financeira da economia global.

É para compreender esta realidade que o conceito de poder estrutural foi desenvolvido por Strange (1996), em contraposição ao poder relacional³, cerne da literatura em Relações Internacionais até então. Conferindo ao seu portador a capacidade de moldar e determinar as estruturas dentro das quais outros Estados, assim como suas instituições, empresas e cidadãos, operam dentro do cenário político e econômico globais, o poder estrutural incide sobre o *modus operandi* e sobre o relacionamento dos atores sob sua influência. No caso de sua dimensão financeira, que possui maior importância para o desenvolvimento deste trabalho, Strange (1996) a define como a soma de todos os arranjos que governam a disponibilidade de crédito, com os fatores que determinam os termos do câmbio monetário entre países. Em outras palavras, o domínio sobre esta estrutura implica o controle sobre o acesso a recursos financeiros que, por sua vez, impacta a capacidade de compra de pessoas e de países, o que também influencia diretamente suas possibilidades de produção interna, de geração de riqueza e de estabilidade cambial. A estrutura financeira pode ser, por conseguinte, subdividida em duas áreas que se influenciam mutuamente: uma relativa à criação de crédito, que ganharia dimensão global, e outra concernente aos sistemas monetários, que permaneceriam predominantemente nacionais. Nesse sentido, com a configuração do sistema internacional de finanças, que emergiria ao final do século XX, a dimensão financeira do poder estrutural se tornaria sua face mais dinâmica e de maior importância diante dos movimentos globalizantes.

É, portanto, à luz da expansão do poder estrutural dos Estados Unidos que os episódios que caracterizam a globalização financeira devem ser compreendidos. Com efeito, são os laços institucionais entre este país e o sistema financeiro globalizado – este próprio uma extensão das práticas e instituições historicamente forjadas nos EUA – que confeririam longevidade à posição hegemônica norte americana. Isto posto, convém ressaltar que, embora comumente associado a eventos desencadeados ao longo da década de 1970, a globalização financeira está,

3 Trata-se, conforme Strange (1996), da capacidade de fazer com que um determinado ator faça algo que, na ausência deste constrangimento, não faria, conforme concepções clássicas do que seria o poder.





na realidade, enraizada no regime⁴ que se estruturou ao final da II Guerra Mundial, em Bretton Woods. Naquele contexto, a instauração de uma ordem econômica internacional⁵, sob a égide dos Estados Unidos, deu origem a regimes financeiro e monetário temporários, assentados em restrições ao fluxo internacional de capitais e no câmbio fixo entre moedas nacionais que, por sua vez, era respaldado pela paridade fixa estabelecida entre o dólar e o ouro. Em meio à realidade de reconstrução de boa parte do mundo capitalista, uma governança internacional estável se colocava como um imperativo conjuntural com o qual os Estados Unidos estavam dispostos a arcar, sobretudo diante da condição de que sua moeda passava, então, a desfrutar e do conseqüente controle que detinha sobre o Fundo Monetário Internacional (FMI) e sobre o Banco Mundial (KONINGS, 2011; PANITCH & GINDIN, 2012).

Isto porque, nos regimes monetário e financeiro internacionais que então se configuravam, o dólar passou a ocupar uma posição central. Neste ponto, cabe sublinhar a teoria de Cohen (2015), que observa que o poder de um país, tanto relacional quanto estrutural, está diretamente relacionado à internacionalização de sua moeda, da qual podem decorrer benefícios tanto econômicos quanto políticos⁶. Neste caso, deter a condição de reserva de valor em nível internacional desponta como um imperativo, ao passo em que as outras duas funções monetárias, de meio de troca e de unidade de conta, estariam mais associadas a vantagens na esfera econômica. É diante desta percepção que, nas duas décadas posteriores à II Guerra Mundial, a consolidação do dólar como moeda de referência nestes três níveis ganha maior significado. Em especial, é na esfera financeira que sua condição de reserva de valor lançaria as bases para a futura projeção do poder estrutural estadunidense. Frente à escassez de alternativas à moeda norte-americana naquele contexto, tanto o controle sobre a criação de crédito quanto o lastro

4 Conforme a definição de Krasner (1982), um regime internacional é o conjunto de princípios, normas, regras e procedimentos que orientam as ações em uma determinada área. No referido caso, trata-se do regime financeiro internacional.

5 Sato (2012) define uma ordem econômica internacional como a conjunção dos regimes monetário, financeiro e de comércio internacional vigentes em um determinado período, associados ao padrão de distribuição de riqueza e de poder e de sua ideologia de desenvolvimento econômico subjacente. Exemplos de ordens econômicas internacionais, para o autor, seriam as constituídas em Bretton Woods e a que se configurou, subsequentemente, no último quarto do século XX, na era da globalização financeira.

6 De acordo com Cohen (2015), benefícios econômicos decorreriam da flexibilidade macroeconômica e do poder de senhoria decorrentes da internacionalização monetária. Por outro lado, sob uma perspectiva política, isto também conferiria ao país em questão maiores reputação e capacidade de influência sobre o acesso de outros países a recursos financeiros.





que sustentava o valor de outras moedas remontavam, em última instância, às autoridades monetárias estadunidenses. Em outras palavras, as duas dimensões da estrutura financeira descritas por Strange (1996) já remetiam, naquele período, à centralidade monetária dos Estados Unidos em nível global.

Desta feita, a ordem internacional constituída em Bretton Woods gestaria os parâmetros norteadores da era das finanças globalizadas que estava por vir. Com efeito, é na consagração do dólar como moeda internacional de referência que a noção de risco implícita nas transações de produtos financeiros, até os dias atuais, seria sustentada. Tal concepção de ausência de risco em torno do valor da moeda estadunidense, assim como dos títulos emitidos pelo Tesouro americano, se forjaria, em um primeiro momento, em sua paridade fixa com o ouro. É a partir desta realidade que mercados de capitais passariam, gradativamente, a se constituir sobre o fundamento de reserva de valor da moeda americana. Nesse contexto, Aquanno (2009) observa, entre as décadas de 1950 e 1970, a conformação do *Yankee bond market*⁷ e o posterior surgimento do mercado de eurodólares⁸ que, junto ao sistema financeiro interno dos Estados Unidos, conferiram algum grau de conectividade ao sistema financeiro internacional no período. Esta, por sua vez, sustentava-se na projeção do dólar como meio de investimento, o que, por outro lado, alavancava o poder político e econômico do Estado norte-americano (COHEN, 2015).

Ao longo da década de 1970, no entanto, uma nova conjuntura internacional⁹ se configuraria, colocando em xeque a capacidade das autoridades monetárias estadunidenses de emitir papéis livres de risco. É neste período que os parâmetros institucionais dos regimes acordados em Bretton Woods passariam a ser vistos como ineficazes para solucionar as contradições que emergiam em torno da moeda norte-americana, sobretudo devido à desconfiança em torno de sua conversibilidade para o ouro. Nesse sentido, quando, em 1971, o governo americano

7 Trata-se, como observado por Aquanno (2009), de um mercado de capitais, constituído na década de 1950 e situado nos Estados Unidos, onde títulos estrangeiros eram emitidos para o financiamento em dólar.

8 Aquanno (2009) observa a conformação do mercado de eurodólares na esteira de regulamentações impostas pelo governo dos Estados Unidos aos mercados situados sob sua jurisdição. Nesse contexto, um mercado de capitais se desenvolve na *city* de Londres, onde o financiamento dos títulos emitidos era em dólares e a taxas de juros mais atrativas do que as praticadas nos EUA, ao mesmo tempo em que as transações financeiras sofriam menos restrições, conferindo a este mercado maior profundidade.

9 Por exemplo, trata-se de um período já marcado pela recuperação econômica dos países europeus antes devastados pela guerra, o que acirrou a competição no comércio internacional. Ao mesmo tempo, o aumento dos gastos públicos norte-americanos, sobretudo em decorrência dos esforços com a Guerra do Vietnã, imprimia pressões no balanço de pagamentos estadunidense.





rompe com a paridade fixa que fundamentava o padrão ouro-dólar, o cenário para o estabelecimento de novas regras para a governança global começava a se desenhar. Isto se mostrava urgente à medida que, ao longo da década, pressões inflacionárias, agora em meio a uma realidade de câmbio flutuante, tornavam-se uma ameaça real à estrutura de risco constituída em torno do dólar, corroendo sua propriedade de reserva de valor e, conseqüentemente, ameaçando as posições política e econômica desfrutadas pelos Estados Unidos. É diante desse contexto que o choque da política monetária contracionista, implementada pela gestão de Volcker no *Federal Reserve*, viria a solucionar tal situação (PANITCH; GINDIN, 2012).

Para Aquanno (2009), a súbita alta dos juros estadunidenses, entre 1979 e 1981, pode ser entendida como uma ação do Estado norte-americano para garantir a manutenção da estrutura de risco mínimo em torno de sua moeda enquanto reserva de valor, agora sem os constrangimentos exigidos pela paridade fixa com o ouro. Daí a necessidade de se romper com os parâmetros estabelecidos em Bretton Woods. Em outras palavras, é a partir deste evento que os Estados Unidos demonstraram ao mundo seu controle sobre a manutenção do valor de sua moeda. Como consequência, a nova realidade que emergia implicou, também, uma reconfiguração da estrutura epistêmica que sustentava a condição do dólar e dos títulos norte-americanos como ativos de menor risco no sistema financeiro internacional: no regime de Bretton Woods, tal condição era lastreada na paridade fixa com o ouro, ao passo em que, após o choque de Volcker, passou a se respaldar no controle que os EUA detinham sobre as pressões inflacionárias. Este, por sua vez, fundamentava-se na transferência de recursos para a esfera financeira, de modo que a guinada monetarista dos Estados Unidos deve ser entendida não como voltada à eliminação da inflação, mas ao seu redirecionamento à esfera das finanças. Em outras palavras, as pressões inflacionárias passavam a se apresentar como mecanismo de projeção do poder estrutural estadunidense, a partir de sua transformação, de um problema generalizado, em uma fonte de expansão para o capital financeiro (KONINGS, 2011). Como resultado, o objetivo subjacente de sanar as contradições em torno do dólar não apenas foi alcançado como as bases para a hegemonia da moeda americana, que permanece inalterada mesmo após a crise de 2008 (COHEN, 2015), foram lançadas.

A viabilização dessa realidade, contudo, demandou reformas que rompessem com as amarras em torno do fluxo internacional de capitais – características do regime de Bretton Woods, quando eram consideradas benéficas e necessárias – e





que assim proporcionassem as condições para a expansão e para o estabelecimento de mercados de capitais globalizados. Daí que uma série de readequações institucionais, que operacionalizaram a nova estratégia americana para manter sua posição nos sistemas monetário e financeiro globais, fizeram-se necessárias e começaram a se traduzir em medidas políticas, originadas nos EUA, mas que logo se replicariam nas demais economias centrais no mundo capitalista. É a partir desta perspectiva que devem ser compreendidas as novas regulamentações, de caráter neoliberal, em prol da livre movimentação de capitais em nível global, que passaram a ser implementadas no sistema financeiro internacional. A consequência disso, em última instância, seria a incorporação dos demais países a estruturas de poder controladas e emanadas a partir do Estado norte-americano (KONINGS, 2011; PANITCH; GINDIN, 2012).

É sobre este fundamento teórico que a globalização financeira e suas consequências podem ser mais bem compreendidas. Nesse contexto, a implementação de políticas que visavam liberalizar os sistemas financeiro e monetário nacionais e internacional, a partir de novas regulamentações, que delegavam aos atores do mercado o poder de definir taxas de juros e de câmbio, renunciava a configuração de um novo ordenamento na economia global. A condição para isso era a abertura da conta de capitais dos países e a liberalização de seus sistemas financeiros nacionais. Em outras palavras, buscou-se promover o esvaziamento das barreiras que outrora impossibilitavam o livre fluxo de capitais em um sistema financeiro que, a partir de então, adquiriria dimensões globais.

Paralelamente, a desintermediação dos serviços financeiros, operacionalizada por procedimentos de securitização de ativos ou de titularização das dívidas, passou a viabilizar o financiamento de empresas e de governos a partir da emissão de instrumentos de endividamento, que, por sua vez, passariam a ser negociados nos mercados de capitais. Ao mesmo tempo e graças aos avanços das tecnologias da informação, novos instrumentos e inovações financeiras foram sendo desenvolvidos conforme as necessidades dos operadores do mundo das finanças, cujas atividades se pautavam pela maximização dos lucros e minimização dos riscos, sempre tendo como referência o dólar e os títulos emitidos pelo Tesouro americano¹⁰. Esses objetivos, por sua vez, passaram a se viabilizar mediante a

10 Cohen (2015) observa como esses instrumentos financeiros se voltavam à necessidade de diversificação dos portfólios de investidores, de modo a mitigar os riscos de seus investimentos a partir, por exemplo, da aquisição de diferentes moedas. Neste âmbito, o dólar prevalecia como moeda preferencial, o que vai ao encontro da teoria do autor.





venda e revenda de ativos securitizados, o que, em grandes proporções, passaria a conferir aos mercados financeiros uma dinâmica especulativa cada vez mais complexa. Ao fim e ao cabo, consolidavam-se, assim, as condições para que a geração de riqueza no mundo capitalista se deslocasse, em grande parte, para a esfera financeira. Trata-se, pois, do processo comumente denominado como financeirização da riqueza (CHESNAIS, 1996), que serviu à operacionalização da estratégia norte-americana de consolidar a posição hegemônica de sua moeda e de projetar seu poder sobre as estruturas financeiras globais.

No campo ideológico, como observado por Carvalho (2004) e por Paula (2012), o funcionamento da dinâmica financeira dos mercados de capitais se sustenta na teoria da eficiência dos mercados e da racionalidade dos agentes econômicos que nele operam. Nesse sentido, em teoria, o estabelecimento de mercados de capitais globalizados e desintermediados possibilitaria uma alocação ótima dos recursos financeiros em nível global, o que, supostamente, ocorreria em benefício das economias emergentes, onde o capital é escasso e as oportunidades de investimento são abundantes. Para que a melhor alocação de capitais possa ocorrer, no entanto, despontaria como condição que os agentes econômicos tivessem acesso às informações relevantes para as tomadas de decisões de investimento, o que justificaria a concomitante projeção global da atuação e da importância das agências de *rating*, como será melhor explorado na próxima seção.

É neste ambiente, e com base nesta ideologia, que governos nacionais passariam a recorrer à emissão de títulos de suas dívidas públicas nos mercados de capitais, para compensar seus déficits orçamentários ou para viabilizar eventuais objetivos de suas políticas econômicas. A partir de uma concepção de risco constituída sobre o poder estrutural estadunidense, governos passariam a se ver constrangidos a pagar os juros exigidos por investidores para que estes procedessem ao financiamento de suas economias. O preço cobrado, por sua vez, corresponde à percepção que os credores têm do risco em torno da aquisição desses ativos financeiros: quanto mais arriscado for o investimento e, portanto, maior a possibilidade de calote, maiores serão o preço cobrado, na forma de juros, e as garantias exigidas, na forma de políticas econômicas implementadas pelo governo do país devedor. Em outras palavras, configurou-se, como consequência, um relacionamento entre Estados nacionais e mercado financeiro pautado por um jogo de confiança, no qual economias nacionais estão sujeitas ao permanente risco de desagradar aos investidores e, conseqüentemente, de enfrentar uma fuga de capitais.





É em resposta a tal realidade que, a partir da década de 1980, as instituições da governança econômica global, sobretudo o FMI, estreitamente vinculado a autoridades do Estado americano, viriam a propagar as normas e condições necessárias à expansão e ao funcionamento dos mercados de capitais globalizados, o que se refletiria na projeção global das práticas e instituições do sistema financeiro estadunidense. Internacionalmente, à agenda reformista necessária ao funcionamento da globalização financeira seria dada a alcunha de “Consenso de Washington”, o que indicava, mais uma vez, sua relação com interesses norte-americanos. No receituário apresentado por Williamson (1993) como consensual se incluíam medidas como: i) liberalização financeira, de modo a fazer com que taxas de juros sejam determinadas por agentes do mercado; ii) disciplina fiscal, para que não haja risco de déficits serem financiados com recurso à inflação; iii) restrição de gastos públicos; iv) liberalização comercial e remoção de barreiras ao investimento estrangeiro direto; v) privatizações de empresas públicas; vi) independência dos bancos centrais, de modo a blindá-los de demandas democráticas que possam gerar pressões inflacionárias; dentre outras. Por “Washington”, Williamson se referia tanto à esfera política de Washington, com o Congresso estadunidense, como à parte administrativa das instituições financeiras internacionais, às agências econômicas do governo dos Estados Unidos, ao Federal Reserve Board e aos *think tanks*.

Em suma, conforme Konings (2011) e Panitch e Gindin (2012), o estabelecimento de mercados de capitais globalizados pode ser entendido como parte da estratégia dos Estados Unidos de constituir um regime internacional sustentado em seu poder estrutural e que, nesse sentido, despontou como um desdobramento da ordem acordada em Bretton Woods, voltada à manutenção e na projeção da posição hegemônica do dólar. Nos termos de Strange (1996), a dimensão do poder estadunidense sobre a estrutura financeira global teria como consequência direta seu controle sobre os arranjos que governam a disponibilidade de crédito para os demais países. Nas palavras de Konings (2011), o efeito deste processo, comparável a um redemoinho, foi a incorporação dos demais países a estruturas de finanças globais dominadas e emanadas pelos Estados Unidos. É neste movimento que, como se verá a seguir, as agências de *rating* se inserem e se projetam como atores responsáveis pela manutenção da coerência e do funcionamento da globalização financeira.





Agências de *rating*: instituições norte-americanas

Em artigo publicado no *The New York Times*, após o fim da Guerra Fria, Friedman (1995) anunciava que o mundo seguia tendo duas superpotências: “há os Estados Unidos e há a Moody’s. Os Estados Unidos podem destruir um país lançando-lhe bombas, enquanto a Moody’s pode fazer o mesmo, rebaixando a nota de seus títulos.”¹¹ A declaração refletia o poder que as agências de *rating* adquiriram ao longo do último quarto do século XX, como uma das expressões da globalização financeira. No contexto de mercados de capitais globalizados, estas empresas adquirem proeminência, uma vez que cumprem a função de informar aos atores do mercado acerca da credibilidade de instrumentos financeiros. No caso de Estados nacionais, as agências o fazem mediante a atribuição de um *rating* soberano, que traduz em um conceito os riscos inerentes à aquisição de títulos de sua dívida pública por investidores.

Atualmente, como sugerido na introdução, são três as agências que monopolizam o segmento global de risco soberano, todas sediadas em Nova Iorque: S&P, Moody’s e Fitch Ratings. As notas atribuídas por essas empresas a Estados nacionais possuem considerável impacto sobre o rumo de suas economias, uma vez que incidem sobre o fluxo de entrada e de saída de capitais e sobre as condições de financiamento de sua dívida, isto é, sobre os juros exigidos por credores para que se proceda ao investimento em seus títulos. Assim, a obtenção de boas avaliações se coloca como um imperativo à estabilidade de economias nacionais, o que faz com que governos nacionais busquem evitar qualquer tipo de atrito com as agências. Ascender na escala dos *ratings*, no entanto, demanda a adesão ao receituário neoliberal do Consenso de Washington, que orienta a ação dessas empresas, o que se traduz nos *ratings* que emitem e nos relatórios em que avaliam economias nacionais. À luz do marco teórico apresentado na seção precedente, a explicação para isso possui raízes históricas, que se traduzem nos vínculos institucionais hoje existentes entre os EUA e o processo de globalização financeira, como será melhor elucidado a seguir.

A origem das agências de *rating* remonta às primeiras décadas do século XX e seu desenvolvimento e projeção global estão intrinsecamente relacionados à evolução do sistema financeiro estadunidense. Nesse sentido, em 1909, a demanda

11 Tradução do original: "There is the U.S. and there is Moody's. The U.S. can destroy a country by leveling it with bombs; Moody's can destroy a country by downgrading its bonds."





por informações acerca de títulos emitidos por empresas do setor ferroviário, então em forte expansão no país, faria com que John Moody publicasse o primeiro documento que compilava *ratings* referentes às principais companhias do setor. Tal ação, por sua vez, refletia a importância que o mercado de ações começava a adquirir no financiamento de empresas norte-americanas, em contraste com outros países, onde esse processo se dava predominantemente por vias bancárias. Desse modo, o movimento seria, em breve, reproduzido por outros empresários do ramo: em 1916, foi a vez da *Poor's Publishing Company* ingressar no mesmo mercado, ao passo que a *Standard Statistics* começaria a emitir seus *ratings* a partir de 1922. Dois anos depois, seria a vez da *Fitch Publishing Company* iniciar suas atividades no setor. Em todos os casos, o formato do negócio consistia na venda direta dos *ratings* para os investidores interessados, modelo este que iria se alterar no decorrer das décadas (WHITE, 2013).

É na década de 1930, contudo, que os desdobramentos do *New Deal* viriam a despontar como um divisor de águas para o papel desempenhado pelas agências de classificação de risco. Na esteira do cenário caótico da Grande Depressão, o aparato regulatório, que progressivamente se instaurou, passou a beneficiar essas empresas, de modo a incorporar suas avaliações às legislações vigentes. Cabe destacar, nesse contexto, a criação, em 1934, pelo governo americano, da *Securities and Exchange Commission* (SEC), que, em décadas posteriores, viria a desempenhar papel central na regulamentação das agências de *rating*. Já no começo dos anos 1930, no entanto, os primeiros movimentos de regulação sobre investimentos de bancos comerciais já impunham a condição de que apenas títulos categorizados como grau de investimento poderiam figurar em seus portfólios. Em 1936, essa determinação viria a, explicitamente, condicionar essa classificação aos *ratings* emitidos pelas principais empresas do ramo, a saber: *Moody's*, *Poor's*, *Standard's* e *Fitch*.

O objetivo subjacente era a regulação prudencial dos bancos, que se mostrava urgente no contexto de crise no mundo capitalista. Nesse sentido, a liquidez no sistema bancário passava a ser, em parte, respaldada pela confiança das entidades regulatórias estadunidenses no julgamento das agências de classificação de risco. Na prática, como observado por White (2013), isso significou a terceirização, por parte do governo americano, da fiscalização dos ativos bancários via ação das agências. Dessa maneira, o serviço das empresas, que até então era opcional, passava a adquirir caráter compulsório para bancos que desejassem investir no mercado de ações. A consequência imediata foi que outros agentes nesses mercados





também foram levados a fazer uso dos *ratings*, que passariam, gradualmente, a ser incorporados à dinâmica dos mercados de títulos e de ações. É diante desses desdobramentos que as avaliações concedidas pelas agências, que então já contavam com um mercado legalmente determinado, passaram também a adquirir força de lei.

Nas décadas seguintes, entidades regulatórias de companhias de seguro também incorporaram os *ratings* à sua regulação prudencial, de modo a ampliar ainda mais a audiência legalmente garantida às agências. Já na década de 1970, estas seriam também beneficiadas pela extensão da regulação prudencial aos planos de pensão¹², cujos fundos de investimento já operavam grandes volumes de recursos financeiros. Em 1975, um movimento ainda mais impactante nesse sentido viria a ocorrer com a decisão do SEC de que fundos de investimentos deveriam fazer uso dos *ratings* na definição dos papéis em seus portfólios, de modo a terem mais clareza acerca de riscos envolvidos em suas operações. Nesse contexto, a entidade, com o objetivo de especificar legalmente as empresas que seriam válidas para este fim, criou a categoria de *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO), dentro da qual foram imediatamente incluídas a *Moody's*, a *Fitch* e a *S&P* – já tendo ocorrido a fusão entre *Standard's* e a *Poor's*.

O uso das NRSRO no regime regulatório de bancos, companhias de seguro e fundos de pensão se difundiria a partir de então, fazendo com que as agências de *rating* adquirissem cada vez maior peso no sistema financeiro norte-americano e global. Com efeito, Partnoy (2006) observa que tal condição passou a representar um privilégio para algumas agências, uma vez que implicava o atrelamento legal de importantes atores dos mercados de capitais às opiniões das NRSRO. Esse aspecto se agravava diante da pouca transparência do SEC, no decorrer do século XX, acerca dos critérios necessários para que outras empresas pudessem ingressar na categoria. A consequência disso é que, ao final da década de 1990, apenas as três maiores agências desfrutavam da condição de NRSRO, o que contribuiu para o aumento de seu domínio no setor. Entretanto, na primeira década do século XXI, o envolvimento das mesmas em crises econômicas resultantes de falhas de avaliação promoveria um movimento no sentido de maiores transparência e regulamentação de suas atividades. Tais desdobramentos, por sua vez, possibilitaram o ingresso de

¹² O mecanismo destacado por White (2013) com tal finalidade foi o *Employee Retirement Security Act*, criado em 1974.





novas agências na categoria de NRSRO, fazendo com que, em 2018, dez empresas já desfrutassem de tal condição¹³.

Ainda ao final da década de 1960 e durante a década de 1970, contudo, uma outra mudança paralela se consolidaria, de modo a impactar os fundamentos do modelo de negócio do *rating*. Em meio aos avanços tecnológicos na indústria da informação, que fizeram com que a venda das avaliações aos investidores interessados se tornasse obsoleta, as agências de *rating* deslocaram a cobrança pelos seus serviços para os emissores de instrumentos de dívida avaliados. Uma outra hipótese para essa mudança, apontada por White (2013), seria a percepção, por parte das agências, de que a rentabilidade de seu negócio estaria agora mais associada aos emissores de dívida, uma vez que seus potenciais credores estavam cada vez mais condicionados, por questões regulatórias, a somente poderem investir mediante a observação de um determinado *rating*.

Em todo caso, tal modelo, que persiste até os dias atuais, passaria a suscitar conflitos de interesse em torno da atuação das agências, uma vez que abre espaço para que um contratante possa escolher pagar pelo serviço que lhe for mais conveniente podendo, portanto, contratar a agência que lhe ofereça as melhores avaliações. Com efeito, Bolton, Freixas e Xapiro (2011) observam que essa realidade faz com que um monopólio faça com que o *rating* seja mais confiável, uma vez que um duopólio ou uma competição entre as três maiores agências poderia potencializar os efeitos negativos advindos da possibilidade de contratação do serviço mais vantajoso. Já Dowbor (2017), por sua vez, é mais taxativo ao denunciar a efetiva venda de notas melhores por valores mais elevados¹⁴.

É diante desse panorama histórico que, a partir da década de 1980, as agências de *rating* passam a adquirir relevância global no sistema financeiro internacional, que emerge com a globalização financeira. Diante da configuração financeira em estruturas dominadas pelos Estados Unidos e configuradas segundo suas práticas e instituições, as agências passaram a se ver operando em nível global. Em outras palavras, como demonstrado, estas gradualmente ocuparam um papel chave na dinâmica financeira estadunidense, que, uma vez ecoada na globalização financeira,

13 Além das três agências levadas em consideração nesta pesquisa, o SEC informa, em sua página *online*, que as demais NRSRO são: A. M. Best Ratings Services, DBRS, Egan-Jones Ratings, Japan Credit Rating Agency, HR Ratings de Mexico, Kroll Bond Rating Agency e Morningstar Credit Ratings.

14 Dowbor (2017) destaca também a impunidade diante de casos de erros graves em *ratings*, que acarretam consequências catastróficas em nível sistêmico. O autor lembra que a punição para as empresas, nesses casos, vem em forma de multas que, na prática, constituem para elas valores irrisórios e que nenhuma pessoa física é penalmente responsabilizada.





projetou-as também como instituições centrais no sistema globalizado de finanças. Assim, o estabelecimento de mercados de capitais globalizados e desintermediados passou a lhes conferir um papel de destaque na dinâmica internacional de fluxos financeiros. Essa realidade foi ainda potencializada pela mudança – também fruto do poder estrutural estadunidense, como já analisado – no perfil de financiamento de Estados, que passariam a, cada vez mais, proceder ao financiamento de seus déficits orçamentários através da emissão de títulos nos mercados de capitais.

O papel das agências na globalização financeira

Uma vez compreendidas as motivações políticas da globalização financeira e esclarecidos a origem e o papel historicamente desempenhado pelas agências de *rating* no sistema financeiro estadunidense, pode-se proceder a reflexões acerca dos propósitos destas empresas no sistema financeiro internacional. De fato, como já sugerido na primeira seção deste artigo, a própria ideologia subjacente ao funcionamento dos mercados de capitais já lhes garantiria uma justificativa para a relevância que adquiriram a nível global nas últimas décadas do século XX. Entretanto, a partir da constatação das sucessivas falhas em desempenhar a função de prover ao mercado as informações necessárias a tomadas de decisão de investimento, a resiliência das agências de *rating*, enquanto centros nevrálgicos na dinâmica financeira global, permanece uma questão a ser esclarecida.

Com efeito, são recorrentes as crises financeiras ocasionadas ou potencializadas por *ratings* equivocados. Estes, como resultado, podem acabar por cumprir o papel inverso ao que lhes caberia, agravando a assimetria informacional nos mercados de capitais e levando, eventualmente, investidores a adquirirem ativos financeiros de alto risco sem que tenham tal consciência. Como apontado na introdução deste artigo, exemplos importantes nesse sentido são a crise financeira do leste asiático, em 1997, e a crise do *subprime*, desencadeada em 2008¹⁵ e de cujos efeitos a economia global segue sem conseguir se recuperar – ambas nas quais erros das agências obtiveram protagonismo. Entretanto, a despeito desses eventos e das críticas que suscitaram à ação das agências, pesquisas recentes apontam uma inesperada resiliência desses atores, que seguem desfrutando de grande peso na dinâmica financeira global (BINICI, HUTCHISON & MIAO, 2018).

15 Detalhes da participação das agências nesses processos de crise e em outros são oferecidos por Kruck (2016) e por Frydman & Goldberg (2013).





A explicação para isso reside no fato de que a função das agências no sistema financeiro internacional excede a mera avaliação de risco de ativos financeiros securitizados. À luz das teorias apresentadas, torna-se possível compreender que a projeção de poder das agências de *rating* é parte de um movimento político que compõe os processos de globalização financeira. Operando em estruturas de poder emanadas e controladas a partir dos Estados Unidos, estas empresas desempenham, também, a função de manter a coerência interna do regime que se constituiu em torno do poder estrutural estadunidense. Em outras palavras, a despeito de eventuais falhas enquanto avaliadoras de risco, as agências permanecem relevantes enquanto propagadoras das práticas e normas necessárias à adequação dos demais países à realidade da globalização financeira que, conforme já discutido, contribui para a longevidade da hegemonia do dólar e, conseqüentemente, para a alavancagem dos poderes político e econômico estadunidenses. Gestadas historicamente no sistema financeiro norte-americano, as agências representam um de seus vínculos institucionais e orgânicos com a dimensão financeira global, como se pode depreender das teorias de Konings (2011) e de Panitch e Gindin (2012), o que lhes permite analisar o atual sistema financeiro globalizado nos termos de uma nova forma de imperialismo norte-americano.

Esta realidade, por sua vez, encontra respaldo em recentes tentativas de regulamentação da ação das agências por órgãos oficiais, tanto a nível nacional quanto internacional. Exemplo claro nesse sentido é a criação, por parte da *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), do *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, já em 2003, mas que ganha proeminência no pós-crise de 2008. Em relatório divulgado em março de 2015, a instituição esclarece que o objetivo do código de conduta que propaga é otimizar a performance das agências enquanto avaliadoras de risco. Entretanto, o mecanismo para que isto seja alcançado se daria através de uma autogovernança das próprias agências, em sintonia com o substrato ideológico da globalização financeira, já enunciado nas seções anteriores (IOSCO, 2015). Em linha semelhante, no âmbito da União Europeia, o relatório divulgado pela *European Securities and Markets Authority* (ESMA), em 5 de fevereiro de 2019, relata o amplo sistema de prestação de contas estabelecido na esteira da crise econômica global, que visa a monitorar e regulamentar questões como a organização interna, propriedade, estrutura de negócios, metodologia e movimentação de *ratings* pelas agências (ESMA, 2019). Tal iniciativa, no entanto, vai apenas ao encontro do argumento de Kruck (2016), que entende que tal esforço regulatório





apenas consolida a condição já desfrutada por estas empresas na dinâmica financeira global.

Paralelamente, nos Estados Unidos, o SEC também tem empreendido esforços na supervisão das NRSRO, sobretudo desde a eclosão da crise de 2008. Com efeito, tal iniciativa passou a encontrar respaldo na legislação do país desde 2010, o que tem como objetivo fomentar maior transparência na ação das agências, de modo a fazê-las atuar conforme as regras do regime do Consenso de Washington, isto é, buscando mitigar assimetrias informacionais nos mercados de capitais. No entanto, as conclusões do relatório, divulgado pelo órgão em dezembro de 2018, demonstram que as empresas, inclusive as três maiores, consideradas neste trabalho, não vêm atendendo aos requisitos necessários à emissão de *ratings* confiáveis, nem seguindo a metodologia e os procedimentos adequados a este fim (SEC, 2018).

Tais controvérsias em torno do *modus operandi* das agências não são novidade, contudo, para a literatura sobre o tema. De fato, recentes reflexões teóricas percebem o caráter político de sua atuação. Para Sinclair (2005), por exemplo, embora se apresentem como técnicas e neutras, as agências são atores eminentemente políticos, que atuam sobre a economia política estatal por meio da propagação da ortodoxia neoliberal. Em última instância, por conseguinte, teriam como objetivo promover a convergência, em torno de práticas neoliberais de gestão econômica, das políticas econômicas implementadas por governos nacionais, o que atenderia aos interesses dos investidores do mundo financeiro. Em linha semelhante, Paudyn (2014) denuncia o caráter falsa e pretensamente científico do *rating*, que, formulado a partir de um processo inconsistente e pouco transparente, serviria à despolitização das políticas econômicas nacionais, o que provocaria uma bifurcação artificial entre as esferas da política e da economia dos países. Consequentemente, afastada do debate político, a agenda neoliberal desfrutaria de maior longevidade em relação a alternativas de política econômica. Ademais, em última instância, torna-se também plausível considerar que essas distorções são de grande impacto, se analisadas à luz da economia comportamental, uma vez que a racionalidade de atores no sistema financeiro global estaria ainda mais comprometida, potencializando o diagnóstico de teorias como as de Kahneman (2013) e de Silver (2012).

Reforçando tais reflexões e corroborando a hipótese trabalhada nesta pesquisa, recentes observações empíricas da literatura demonstram a aversão das agências de *rating* ao desvirtuamento dos preceitos do Consenso de Washington. É o caso,





por exemplo, dos piores *ratings* atribuídos a países governados por partidos de esquerda, o que ocorre tanto em economias centrais (BARTA; JOHNSTON, 2017) quanto nas menos desenvolvidas (VAALER; SCHRAGE; BLOCK, 2006). Emblemática para o presente argumento é, também, a observação de Mathis, McAndrews e Rochet (2009), que concluem que as agências de *rating* atribuem menos importância às suas respectivas reputações como avaliadoras de risco do que *a priori* se poderia supor.

Um outro sintoma desta realidade pode ser percebido a partir da atuação das agências em eleições presidenciais. Nesses processos, supostamente democráticos, as agências têm seu próprio modo de votar nos candidatos de sua preferência, o que pode ter como consequência o rebaixamento do *rating* de um país quando da iminência de vitória de um candidato avesso aos interesses do mundo financeiro. No caso do Brasil, exemplo simbólico nesse sentido foram os sucessivos rebaixamentos da nota de risco brasileira ao longo do ano eleitoral de 2002, quando Lula, do Partido dos Trabalhadores, aparecia à frente em pesquisas eleitorais. Após eleito, o presidente teve de conviver com constantes pressões e chantagens explícitas sobre seu governo em prol de políticas neoliberais (YWATA, 2012). Já durante os governos de Dilma Rousseff, o caráter político da atuação das agências se mostraria ainda mais evidente, sobretudo durante as eleições de 2014, quando apoiaram explicitamente seus opositores, e no processo de crise que levou à sua destituição (MACHADO, 2018a). Por exemplo, na disputa por sua reeleição, as agências voltariam a tentar interferir no pleito em favor de um candidato mais alinhado aos interesses do mercado, como se pode notar no relatório publicado pela S&P no dia 31 de julho de 2014:

Acreditamos que o perfil das políticas de um segundo mandato de Dilma seria similar ao seu atual governo, no qual a Presidente continuaria supervisionando intensamente as decisões políticas. Embora esperemos certas mudanças na equipe e nas políticas econômicas, em geral estimamos “mais do mesmo” em termos de política desigual. Acreditamos que um governo de Aécio ou Campos poderia buscar uma política econômica mais consistente e orientada ao mercado, com um maior direcionamento inicial para a confiança do investidor doméstico e internacional.

No mesmo sentido, também no relatório acima mencionado, a S&P criticava a independência apenas operacional, e não estatutária, do Banco Central, que desponta como um dos cânones do Consenso de Washington, já que visa isolar





a condução da política monetária de influências políticas. Além disso, mesmo no governo Temer, alinhado ideologicamente às agências, as pressões exercidas nesse sentido não cessaram. Isto pôde ser observado na chantagem ocorrida em torno da reforma da previdência, quando as empresas, como represália ao fracasso do governo em levá-la adiante, rebaixaram a nota de risco do país (MACHADO, 2018b). Em meio a tais constrangimentos, embora as relações causais entre ações governamentais e pressões das agências permaneçam a ser esclarecidas pela literatura, pesquisas recentes sugerem a existência desta influência (IOANNOU, 2016; LUTEN, 2016), o que, na prática, significaria uma ingerência externa em processos supostamente democráticos. Tais interferências, por sua vez, iriam ao encontro do real propósito da atuação das agências, isto é, de fazer com que os países sigam aderentes às necessidades do funcionamento da globalização financeira.

Em suma, a classificação de risco de ativos financeiros poderia, dada a lógica interna dos mercados de capitais globalizados, justificar inicialmente a projeção das agências no sistema financeiro internacional, mas tal argumento, hoje, não resiste à observação dos fracassos das agências no desempenho desta função. Em contrapartida, como esclarecido pelo marco teórico apresentado e demonstrado pelo *modus operandi* dessas empresas, estas acabaram por se tornar atores responsáveis pela própria propagação das práticas e da ideologia necessárias à coerência interna do regime financeiro constituído sobre o poder estrutural dos EUA. Isto significa que a relevância das agências no sistema global de finanças está diretamente relacionada à relevância política e econômica do próprio Estado norte-americano, sobretudo levando-se em conta a posição hegemônica do dólar no sistema monetário internacional, e os caminhos necessários para que alcançasse este nível, descritos na primeira seção. Em outras palavras, a resiliência das agências enquanto atores centrais na globalização financeira é expressão, também, da resiliência do poder estrutural estadunidense, não se podendo dissociar um do outro.

Conclusão

O esforço teórico em se compreender a globalização financeira, a partir de suas dimensões tanto política quanto econômica, pode esclarecer questões que, *a priori*, estariam restritas a apenas uma destas duas esferas do conhecimento. No caso do problema considerado neste artigo, a conjugação de teorias que exploram o caráter político do estabelecimento de mercados de capitais globalizados com





os desdobramentos econômicos deste processo abre caminho para um novo entendimento acerca dos propósitos das agências de *rating* na dinâmica financeira global. Nesse sentido, buscou-se demonstrar que a ação destas empresas está diretamente relacionada à projeção, em escala global, do poder estrutural estadunidense, que se fortalece a partir dos vínculos institucionais estabelecidos entre o Estado norte-americano e o sistema global de finanças.

Uma vez percebidas as agências como um destes vínculos, o papel que lhes cabe na globalização financeira ganha uma nova dimensão, podendo ser associado à manutenção e à difusão das regras imprescindíveis ao funcionamento de tal realidade, o que ocorre em favor do Estado norte-americano. Esta hipótese se mostrou plausível a partir da observação da trajetória histórica das agências de *rating* enquanto instituições eminentemente americanas, que ganham proeminência no sistema financeiro globalizado que se constitui ao final do século XX. Como argumentado, a resiliência dessas empresas e a manutenção de sua relevância nesse ambiente se torna, assim, justificável, indo ao encontro das teses que contestam o declínio da condição hegemônica do dólar e dos próprios EUA. Como consequência, torna-se mais compreensível que seus respectivos fracassos como avaliadoras de risco não as ofuscam como atores centrais na globalização financeira.

Destas conclusões emerge, no entanto, a demanda por investigações empíricas que confirmem maior solidez à hipótese proposta. Embora os casos mencionados e os trechos dos relatórios apresentados a corroborem, uma análise comparada do *modus operandi* das empresas aqui consideradas com os de agências provenientes de outros países parece imprescindível para a obtenção de conclusões mais robustas nesse sentido. Isto se torna especialmente evidente a partir da iniciativa de outros países em criar suas próprias agências de *rating*, como é o caso da Dagong, oriunda da China, o que poderia, a partir da perspectiva teórica aqui adotada, representar um desafio ao poder estrutural norte-americano. Espera-se, contudo, que, a partir das bases lançadas por este trabalho, novos esclarecimentos acerca desses atores, ainda pouco explorados academicamente, possam ser alcançados.

Referências

AQUANNO, Scott. US Power and the International Bond Market: Financial Flows and the Construction of Risk Value. In: PANITCH, Leo; KONINGS, Martijn (eds.). *American Empire and the Political Economy of Global Finance*. Palgrave Macmillan, 2009.





- BARTA, Zsófia; JOHNSTON, Alison. Rating politics? Partisan discrimination in credit ratings in developed economies. *Comparative Political Studies*, pp. 1-34, 2017.
- BINICI, Mahir; HUTCHISON, Michael; MIAO, Evan W. Are credit ratings agencies discredited? Measuring market price effects from agencies sovereign debt announcements. *BIS Working Paper 704*, 2018.
- BOLTON, Patrick; FREIXAS, Xavier; SHAPIRO, Joel. *The credit ratings game*, 2011. Disponível em: <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/pbolton/papers/CreditratingsJoF.pdf> Acesso em: 19 dez. 2017.
- CARVALHO, Fernando C. de. Mudanças no papel e nas estratégias do FMI e perspectivas para países emergentes. In: FERRARI FILHO, Fernando; DE PAULA, Luiz F. (orgs.). *Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Editora Vozes, 2004.
- CHESNAIS, François. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996.
- COHEN, Benjamin J. *Currency power: understanding monetary rivalry*. Princeton University Press, 2015.
- DOWBOR, Ladislau. *A era do capital improdutivo: a nova arquitetura do poder, sob dominação financeira, sequestro da democracia e destruição do planeta*. São Paulo: Outras Palavras & Autonomia Literária, 2017.
- ESMA, 2019. Final Report: Guidelines on the Submission of periodic information to ESMA by Credit Rating Agencies. *European Securities and Markets Authority*, 2019. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-guidelines-supervisory-reporting-credit-rating-agencies>. Acesso em: 20 mai. 2019.
- FRIEDMAN, Thomas L. Foreign affairs; Don't Mess with Moody's. *The New York Times*, 1995. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1995/02/22/opinion/foreign-affairs-don-t-mess-with-moody-s.html>. Acesso em: 17 nov. 2017.
- FRYDMAN, Roman; GOLDBERG, Michal D. Lehman Brothers collapse: was capitalism to blame? *The Guardian*, 2013. Disponível em: <https://www.theguardian.com/business/2013/sep/13/lehman-brothers-was-capitalism-to-blame>. Acesso em: 20 abr. 2019.
- IOANNOU, Stefanos. *The political economy of credit rating agencies: the case of sovereign ratings*. Tese de Doutorado em Filosofia, The University of Leeds, 2016.
- IOSCO. Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies: Final Report. *International Organisation of Securities Comissions*, 2015. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf>. Acesso em: 20 mai. 2019.
- KAHNEMAN, Daniel. *Rápido e Devagar: duas formas de pensar*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012.
- KONINGS, Martijn. *The development of American finance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.





- KRASNER, Stephen G. Structural Causes and Regime Consequences: Regimes as Intervening Variables. *International Organization*, v. 36, n. 2, International Regimes, p. 185-205, 1982.
- KRUCK, Andreas. Resilient blunderers: credit rating fiascos and rating agencies' institutionalized status as private authorities, *Journal of European Public Policy*, 2016. Disponível em <http://dx.doi.org/10.1080/13501763.2015.1127274>. Acesso em: 23 fev. 2018.
- LUTEN, Leks. *Credit rating agencies: do the notorious big two influence domestic austerity policy?* Dissertação de Mestrado em Administração Pública, Universiteit Leiden, 2016.
- MACHADO, Pedro L. N. *A Política da Classificação de Risco: Uma análise da atuação das agências de rating ao longo dos governos de Dilma Rousseff (2011-2016)*. Dissertação de Mestrado em Relações Internacionais, Universidade Federal de Santa Catarina, 2018a.
- MACHADO, Pedro L. N. As agências de classificação de risco e seus impactos sobre a governança democrática: uma análise do caso brasileiro. *Monções: Revista de Relações Internacionais da UFGD*, v. 7, n. 13, 2018b.
- MATHIS, Jérôme; MCANDREWS, James; ROCHET, Jean-Charles. Rating the raters: are reputational concerns powerful enough to discipline rating agencies? *Journal of Monetary Economics*, v. 56, p. 657-674, 2009.
- PANITCH, Leo; GINDIN, Sam. *The making of global capitalism: the political economy of American empire*. Verso, 2012.
- PARTNOY, Frank. How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers. *San Diego Legal Studies*, p. 7-46, 2006. Disponível em: <http://lamfin.arizona.edu/fixi/creditmod/Portnoy.pdf> Acesso em: 15 dez. 2017.
- PAUDYN, Bartholomew. *Credit ratings and sovereign debt: the political economy of creditworthiness through risk and uncertainty*. Palgrave Macmillan, 2014.
- PAULA, Luiz F. de. *Financial Liberalization and Economic Performance: Brazil at the crossroads*. Routledge Studies in the Modern World Economy, 2012.
- SATO, Eiti. *Economia e Política das Relações Internacionais*. Rio de Janeiro: Fino Traço, 2012.
- SEC. 2018 Summary Report of Commission Staff's Examinations of Each of Nationally Recognized Statistical Rating Organisation. U. S. *Securities and Exchange Commission*, 2018. Disponível em https://www.sec.gov/files/nrsro-summary-report-2018_0.pdf. Acesso em: 12 mai. 2019.
- SILVER, Nate. *The Signal and the Noise: Why so many predictions fail – but some don't*. New York: The Penguin Press, 2012.
- SINCLAIR, Timothy J. *The new masters of capital: american bond rating agencies and the politics of creditworthiness*. Cornell University Press, 2005.





STRANGE, Susan. *States and Markets*. Continuum, 1996.

VAALER, Paul. M.; SCHRAGE, Burkhard; N., & BLOCK, Steven A. Elections, opportunism, partisanship and sovereign ratings in developing countries, *Review of Development Economics*, v. 10, p. 154-170, 2006.

WHITE, Lawrence J. Credit rating agencies: an overview. *Annual Review of Financial Economics*, v. 5, pp. 93-122, 2013.

WILLIAMSON, John. Democracy and the Washington Consensus. *World Development*, 1993, v. 21, n° 8, pp. 1329-1336.

YWATA, Ricardo K. *Ordem Mundial e Agências de Rating: o Brasil e as agências na era global (1996-2010)*. São Paulo: Editora Senac, 2012.

