

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO**

**PRISCILA GEMELLI DE FREITAS**

**O CAPITAL INTERNACIONAL DENTRO DO SISTEMA INTERNACIONAL: A  
INFLUÊNCIA DAS AGÊNCIAS DE RATING NAS POLÍTICAS ECONÔMICAS DO  
BRASIL**

**FLORIANÓPOLIS  
2014**

**PRISCILA GEMELLI DE FREITAS**

**O CAPITAL INTERNACIONAL DENTRO DO SISTEMA INTERNACIONAL: A  
INFLUÊNCIA DAS AGÊNCIAS DE RATING NAS POLÍTICAS ECONÔMICAS DO  
BRASIL**

Monografia submetida ao curso de Relações Internacionais da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito obrigatório para a obtenção do grau de Bacharelado.

**Orientadora:** Prof. Dra. Patrícia Fonseca Ferreira Arienti

**FLORIANÓPOLIS**

**2014**

**PRISCILA GEMELLI DE FREITAS**

**O CAPITAL INTERNACIONAL DENTRO DO SISTEMA INTERNACIONAL: A  
INFLUÊNCIA DAS AGÊNCIAS DE RATING NAS POLÍTICAS ECONÔMICAS DO  
BRASIL**

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi julgado adequado para a obtenção do Título de “Bacharel em Relações Internacionais”, e aprovado com a nota 9 em sua forma final pelo Departamento de Economia e Relações Internacionais da UFSC.

Banca Examinadora:

Prof. Dra. Patrícia Fonseca Ferreira Arienti

Prof. Dr. Marcos Alves Valente

Prof. Dr. Fernando Seabra

*Dedico esta conquista às pessoas mais importantes da minha vida: meus pais, Mirian e Roberto.*

## AGRADECIMENTOS

À minha mãe Mírian e ao meu pai Roberto por tudo. Pelo amor incondicional, por serem meu porto seguro, por me proporcionarem toda a estrutura necessária para que eu alcançasse meus objetivos, pelas palavras de incentivo, por se doarem tanto sem esperar nada de volta. À minha irmã Caroline, por ter me ensinado que apesar de todas as diferenças, o companheirismo e o amor superam qualquer distância. Agradeço a vocês com a minha vida, vocês são a melhor parte de mim.

À minha família, que apesar da distância nunca deixou de estar presente. Agradeço às palavras de apoio e incentivo, à compreensão e ao amor que vocês me proporcionam, aos churrascos em família e a todos os momentos especiais e singulares de nosso convívio. Em especial a minha dinda Silvana, um dos meus maiores exemplos de vida, por ser uma pessoa tão especial e focada que eu admiro muito.

Aos meus queridos amigos de longa data por estarem presentes de forma incondicional na minha vida. Pelos anos de cumplicidade, companheirismo e alegrias; por me mostrarem que a distância e o tempo são meros coadjuvantes quando se trata da nossa amizade. Eloir, Karol, Júlia, Gui e Nathi, vocês são a família que eu escolhi, eu os amo muito.

À Universidade Federal de Santa Catarina que me proporcionou a experiência universitária mais deslumbrante durante os últimos quatro anos e meio. À minha linda turma 2010.1, que apesar de todas as diferenças, seguramente, a singularidade de cada um que ajudou a criar um dos melhores cursos de Relações Internacionais do país. Sempre irei lembrar-me destes anos universitários com grande carinho e nostalgia. Em especial, à Raissa e à Nalu, dois presentes que o curso me proporcionou. À Stela, à Cami e a Carol pelo companheirismo sem julgamentos. Ao Marcos, à Thay, ao Vítor, ao Bruno e ao André, pela cumplicidade da nossa amizade e por estarem sempre presentes. À Marília por estar presente desde o início da minha vida em Florianópolis e pela paciência boa vontade de fazer a revisão ortográfica deste trabalho. Além disso, ao Anexo, lugar símbolo de toda minha vida universitária, que proporcionou o convívio e o aprendizado com todas estas pessoas!

À minha querida orientadora, Patrícia Fonseca Ferreira Arienti, por todas as palavras de incentivo e conforto, mesmo nos períodos mais nebulosos; por estar presente durante toda a minha graduação e me proporcionar uma das experiências mais recompensadoras de toda a minha graduação: a monitoria; além disso, por compartilhar comigo todos os ensinamentos na área da macroeconomia. Agradeço pelo exemplo, profissional e pessoal. Também aos demais professores do curso de Relações Internacionais por todo empenho e dedicação na formação do curso, meus mais singelos agradecimentos.

"Um homem precisa viajar. Por sua conta, não por meio de histórias, imagens, livros ou TV. Precisa viajar por si, com seus olhos e pés, para entender o que é seu. Para um dia plantar as suas próprias árvores e dar-lhes valor. Conhecer o frio para desfrutar o calor. E o oposto. Sentir a distância e o desabrigo para estar bem sob o próprio teto. Um homem precisa viajar para lugares que não conhece para quebrar essa arrogância que nos faz ver o mundo como o imaginamos, e não simplesmente como é ou pode ser. Que nos faz professores e doutores do que não vimos, quando deveríamos ser alunos, e simplesmente ir ver" - Amyr Klink

## RESUMO

As alterações provindas da globalização levaram a uma nova dinâmica do sistema internacional. No que diz respeito à nova ordem econômica que surge a partir da globalização, a desregulamentação e a liberalização são os elementos fundamentais do novo regime financeiro internacional. Esse novo regime financeiro permitiu a ascensão e consolidação dos investidores institucionais, do processo de securitização e do surgimento dos derivativos. Ademais, o sistema vigente torna-se muito especulativo e volátil com grande mobilidade de capitais. Portanto, neste contexto de incertezas e assimetria de informações ganham destaque as agências de *rating*. O estudo deste trabalho é baseado no grau de influência política que estas agências podem sofrer dos governos/empresas na classificação dos títulos; assim como, analisar a influência das agências de *rating* nas políticas domésticas. O objeto de análise é o Brasil, principalmente, a partir da estabilidade econômica de 1994, passando pela transição do governo Fernando Henrique Cardoso para o governo Lula, e os anos subsequentes até o momento atual.

**Palavras-chave:** agências de *rating*, regime financeiro internacional, financeirização, ordem econômica internacional, influência nas políticas domésticas brasileiras.

## ABSTRACT

The modifications stemmed from globalization have led to a new dynamic of the international system. Regarding the new economic order that emerges from globalization, deregulation and liberalization are the key elements of the new international financial system. This new financial regime allowed the rise and consolidation of institutional investors, the securitization process and the emergence of derivatives. Moreover, the current system becomes very speculative and volatile with a lot of capital mobility. In this context of uncertainty and information asymmetry gain prominence the rating agencies. The study of this work is based on the degree of political influence that these agencies may suffer from governments / companies in the classification of securities; as well as analyze the influence of the rating agencies in domestic politics. The object of analysis is Brazil, especially from the economic stability in 1994, through the transition from Fernando Henrique Cardoso to Lula, the following years until the present time.

**Keywords:** rating agencies, international financial system, financialization, international economic order; influence on Brazilian domestic policies.



## Sumário

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
1.1 Tema e problema .....	10
1.2 Objetivos .....	11
1.2.2 Objetivos específicos.....	11
1.3 Justificativa .....	12
1.4 Metodologia .....	12
<b>2. A ORDEM ECONÔMICA MUNDIAL E OS SEUS PRINCIPAIS ATORES.....</b>	<b>13</b>
2.1 NOVOS ATORES .....	16
2.2 ECONOMIA POLÍTICA INTERNACIONAL E A ORDEM ECONÔMICA INTERNACIONAL .....	17
2.2.1 EVOLUÇÃO DA ORDEM ECONÔMICA INTERNACIONAL E SEUS ATORES RELEVANTES .....	19
2.2.1.1 CRISE DA DÉCADA DE 1930 .....	19
2.2.1.2 CRISE NA DÉCADA DE 1970 E SUAS PRINCIPAIS CONSEQUENCIAS.....	23
<b>3. O PAPEL DAS AGÊNCIAS DE RATING NA NOVA ORDEM ECONÔMICA INTERNACIONAL .....</b>	<b>30</b>
3.1 O FINANCIAMENTO DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCOS .....	37
3.2 RATING SOBERANO .....	40
3.3 UM EXEMPLO: A CRISE DO SUBPRIME NORTE AMERICANO E A DESCRENÇA NAS AGÊNCIAS DE RATING .....	44
<b>4. A INFLUÊNCIA DAS AGÊNCIAS NAS POLÍTICAS GOVERNAMENTAIS.....</b>	<b>48</b>
4.1. O CASO BRASILEIRO SOB A ÓTICA DAS AGÊNCIAS DE RATING .....	49
4.1.2 OUTRAS CONSIDERAÇÕES .....	57
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>59</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>61</b>
<b>ANEXOS .....</b>	<b>67</b>

## INTRODUÇÃO

A globalização do sistema econômico modificou a dinâmica da ordem econômica internacional. O novo regime financeiro internacional, consolidado a partir da intensificação do processo de globalização, permitiu a ascensão do setor financeiro em detrimento ao setor produtivo, marcando o que ficou conhecido como a financeirização da riqueza. A desregulamentação em relação ao movimento dos fluxos financeiros, tornou o capital financeiro muito volátil, permitindo sua intensa movimentação entre os países.

É dentro dessa conjuntura que as agências de *rating* tornam-se um ator fundamental. Por um lado, os investidores internacionais, apesar da utilização de vários produtos financeiros que permitem a redução do risco, buscam em suas aplicações o equilíbrio entre retorno e risco. Num contexto de incertezas e volatilidade, as agências de *rating* ganham destaque como mais um instrumento que permite ao investidor internacional diminuir os riscos de suas aplicações em outros países. Por outro lado, a inserção dos países periféricos dentro do atual sistema financeiro necessita que esses países sejam capazes de transmitir aos investidores financeiros internacionais confiança nas suas políticas domésticas, a fim de garantir a entrada de fluxos de capitais internacionais. Assim, as agências de *rating*, ao avaliarem as aplicações conforme os riscos oferecidos pelos diferentes países, podem influenciar tanto no movimento de entrada do capital externo de país, como no movimento de saída desse capital, levando o país a enfrentar dificuldades econômicas e políticas.

Assim, buscando a inserção no atual sistema financeiro internacional, os países periféricos necessitam adotar políticas domésticas que estejam alinhadas com a percepção dos agentes econômicos internacionais do que representa uma economia sólida e de baixo risco. Países como Argentina e Venezuela, por exemplo, os quais não estão alinhados com o que é convencionalmente aceito como sendo bons fundamentos econômicos, enfrentam a desconfiança dos investidores internacionais e o rebaixamento de seu grau de segurança por parte das agências de *rating*, o que implica grandes dificuldades para atrair capital externo ao país. Por conseguinte, tais países padecem com a dolarização informal, moeda instável e total incapacidade do Estado de estruturar suas políticas, o que resulta em uma economia estagnada e decadente. O foco neste trabalho será o Brasil e a influência da evolução das notas de classificação de riscos nas políticas do país.

### 1.1 Tema e problema

O tema do projeto de pesquisa corresponde à influência que as agências de *rating* possuem nas políticas econômicas dos países em desenvolvimento. O estudo de caso a ser trabalhado será focado no Brasil. A grande credibilidade das agências de *rating* no sistema financeiro é algo recente e o poder destas agências na determinação das políticas macroeconômicas será o enfoque deste trabalho.

O marco temporal utilizado na pesquisa abrangerá desde o pós Primeira Guerra Mundial até o período atual para contextualização histórica. Entretanto, a delimitação principal será a partir da transição para nova ordem econômica mundial entre os anos oitenta e noventa até o momento atual – período no qual as agências de *rating* tornam-se realmente determinantes.

## 1.2 Objetivos

1.2.1 O objeto da pesquisa é estudar o investidor internacional como um ator do sistema internacional com capacidade de influenciar as decisões econômicas e políticas dos diversos países. Assim, o objetivo geral da pesquisa é avaliar como as agências de *rating* influenciaram nas políticas domésticas do Brasil, principalmente, a partir da estabilidade econômica de 1994, passando pela transição do governo Fernando Henrique Cardoso para o governo Lula, e os anos subsequentes até o momento atual.

A hipótese do trabalho é mostrar que, embora a globalização crie a ilusão de autonomia dos Estados, a inserção do país no atual regime financeiro, baseado na volatilidade e na elevada mobilidade de capital internacional, implica em sujeitar-se às políticas domésticas consideradas adequadas pelo sistema vigente que tem por base as agências de *rating*, sob o risco de saída de capital. Além disso, no que tange às agências de *rating* percebe-se que um *downgrade* ou mudança no *Outlook* para baixo aumenta a crise já instaurada sendo fator potencializador de saída de capital; entretanto, o *upgrade* das classificações é notado como consequência da melhora geral em diversos indicadores.

### 1.2.2 Objetivos específicos

Os objetivos específicos, que deram subsídios à consecução da pesquisa, são:

- a) Partir da perspectiva da teoria da Economia Política Internacional e das mudanças da ordem econômica internacional, a fim de entender o atual regime financeiro internacional.
- b) Analisar quais são os critérios de classificação das agências de *rating* e qual o grau de influência política que estas agências podem sofrer dos governos/empresas;
- c) Analisar a influência destas agências na execução de políticas nacionais no Brasil.

### 1.3 Justificativa

O tema trabalhado na pesquisa é atual e de extrema relevância para o cenário econômico internacional. Apesar de possuir uma grande base teórica e analítica, o assunto ainda não foi plenamente discutido no mundo acadêmico. A análise da influência direta de um novo ator internacional nas decisões de políticas macroeconômicas visa mostrar a significativa submissão dos países ao sistema vigente.

### 1.4 Metodologia

A metodologia utilizada foi baseada em artigos e trabalhos científicos de autores de economia e de relações internacionais, ou seja, fontes secundárias ou terciárias. O enfoque consiste no estudo da financierização e globalização mundial, assim como da ordem econômica mundial. O estudo foi baseado na mudança da “Ordem Econômica Mundial” financeira, comercial e monetária e a consequente credibilidade dada às agências de *rating* sendo elas, um novo agente relevante ao sistema internacional. Esses estudos irão compor o arcabouço teórico e histórico da pesquisa.

Foram analisadas as políticas e critérios do Consenso de Washington e a sua semelhança comparada aos das agências de *rating*. Para os exemplos de casos de influência das agências de *rating* serão analisadas fontes primárias como relatórios, discursos e notícias de jornais. Estas últimas são deveras importantes para avaliar qual a percepção da população com relação às classificações de risco.

As informações foram tratadas basicamente de forma qualitativa, na análise de políticas. Entretanto, serão utilizados também dados estatísticos para melhor entendimento.

## 2. A ORDEM ECONÔMICA MUNDIAL E OS SEUS PRINCIPAIS ATORES

A característica essencial da política internacional é a ausência de um governo superior capaz de controlar os agentes, ou seja, o teor anárquico do sistema internacional (NYE, 2009). Desde 1648, com os tratados de Paz de Westfália, foram introduzidos os princípios de soberania estatal e Estado nação, criando-se o Sistema Internacional Contemporâneo Westfaliano, bem como foi estabelecido o consenso de que Estados providos de soberania em território, população e governo eram juridicamente iguais uns perante aos outros. Estas unidades políticas internacionais soberanas possuíam o monopólio da força e dos processos decisórios dentro do seu território e não havia nenhum ator capaz de controlar suas ações. Portanto, neste momento histórico, o estudo das relações internacionais era, em realidade, a análise das relações interestatais (RODRIGUES, 2012). Todavia, a evolução da complexidade dos fenômenos políticos e econômicos levou à criação de novos conceitos e atores capazes de influenciar a ordem internacional.

Antes da primeira guerra mundial, a visão predominante das relações internacionais era a idealista/liberal. Tendo a “Paz Perpétua” (1795) de Kant como base, os idealistas preocupavam-se mais com questões culturais e econômicas, pregando o liberalismo econômico, pois acreditavam que os estados capitalistas tendiam a travar menos guerras, as quais eram ruins para os negócios. Os liberais tinham como premissa o estabelecimento de mecanismos de solução pacífica de controvérsias através de instituições internacionais capazes de coordenar a segurança coletiva, além de defenderem que os conflitos poderiam ser resolvidos em um estágio anterior ao de guerra. Ademais, propunham a criação de uma instituição supranacional que seria responsável por intermediar a resolução destes conflitos (NOGUEIRA; MESSARI, 2005). O principal produto desta base teórica consistiu na criação da Liga das Nações<sup>1</sup>, em 1919.

A teoria realista surgiu na década de trinta para contrapor os ideais liberais, momento extremamente propício a indagações – uma vez que o findar da maior guerra vivida até então, a crise de 1929 e o total fracasso da Liga, levaram à crítica da teoria dominante. Os principais pensadores do realismo clássico foram Hobbes, Maquiavel, Morgenthau e Tucídides. Observa-se que conceitos como sobrevivência, poder e auto-ajuda têm destaque nestes autores. Eles defendiam que o sistema seria caracterizado pela guerra permanente de todos contra

---

<sup>1</sup>A Liga das Nações foi uma organização internacional criada em abril de 1919 destinada à preservação da paz e à resolução de conflitos por meio da mediação. Ver mais em “O Brasil e a Liga das Nações (1919-1926): vencer ou não perder” de Eugênio Vargas Garcia (2000).

todos, em que os Estados seriam movidos pelos interesses nacionais na busca pela sobrevivência. Além disso, o sistema anárquico seria baseado no equilíbrio de poder, sendo os Estados considerados os únicos atores e centralizadores deste poder (*Ibid*, 2005).

O pós Segunda Guerra Mundial e a subsequente Guerra Fria reafirmaram estes ideais realistas. A dicotomia do comunismo *versus* capitalismo ditou a agenda internacional e atribuiu destaque às questões de segurança, tendo em vista que a corrida armamentista e o dilema de segurança<sup>2</sup> eram temas de extrema importância no embate bipolar (RODRIGUES, 2012).

Entretanto, apesar do foco nos fatores de segurança durante as guerras, as questões de outros cunhos, principalmente econômico, sempre fizeram parte da agenda internacional, revezando o topo com segurança. As teorias das relações internacionais foram evoluindo para explicar a complexidade do sistema vigente.

Assim, surgiram novas teorias, como a do construtivismo e a teoria da dependência. A primeira enfatiza a importância da ideia e da cultura, preocupando-se com a noção de identidade, enquanto esta se baseia no marxismo e prevê a divisão norte-sul como resultado do imperialismo histórico e da globalização capitalista. Além disso, as teorias já conhecidas tentaram se adaptar aos novos fatores através do neorealismo e o neoliberalismo (NYE, 2009).

Nesse contexto, uma teoria de grande importância para explicar a evolução do enredamento da ordem internacional é a interdependência complexa. Nye e Keohane (1977) publicaram sua teoria no livro "*Power and interdependence: world politics in transition*", ela vai de encontro com alguns preceitos realistas, mas incorpora diversos outros temas da agenda internacional. Os conceitos do Estado como "caixa preta" e único ator do sistema foram questionados, bem como o destaque e a importância das organizações internacionais, dos novos organismos internacionais e da burocracia interna como fatores influenciadores da tomada de decisões.

Além disso, eles discutiram o teor racional das deliberações dos tomadores de decisão. Afirmavam que os seres humanos que as fazem, estando estes sujeitos a erros e decisões passionais. Com relação à forma de governo, argumentavam que deveria ser dada ênfase aos regimes democráticos, pois eles tenderiam a travar menos guerras uns contra os outros.

Provavelmente, a característica mais marcante da teoria era de que a interdependência

---

<sup>2</sup> O Dilema de Segurança significa quando um Estado quer garantir sua própria segurança, mas acaba sendo percebido como uma ameaça para os demais Estados (HERZ, 1950, p.157-180 *apud* NOGUEIRA; MESSARI, 2005, p.36).

econômica mudaria o cálculo da tomada de decisão no que tange à resolução das disputas de modo conflitivo. Ou seja, Keohane e Nye acreditavam no fortalecimento da cooperação mediante a construção de organizações internacionais (OI) que tivessem mecanismos, os quais permitiriam a sua atuação efetiva no sistema internacional. Portanto, quanto mais institucionalizada estivesse a OI, melhor seria a sua participação na política internacional.

Dentro das novas teorias que visavam o melhor entendimento do constante aumento de complexidade do sistema internacional, iniciou-se o estudo dos regimes internacionais dentro da área das relações internacionais. Ele foi introduzido por J. Ruggie em 1975. Krasner (1982, p.186) define que “os regimes internacionais são princípios, normas, regras e procedimentos de tomada de decisões em torno aos quais as expectativas convergem numa área determinada das relações internacionais”. Keohane e Nye vinculam a ideia de interdependência aos regimes e em *Power and Interdependency* (1977) exploraram as condições de formação de regimes.

Os regimes podem ser descritos como formas de governança sem governo, já que também funcionam sem qualquer autoridade central (ROSENAU, 2000). Eles são definidos como:

*Regimes are social institutions governing the actions of those interested in specifiable activities (or accept sets of activities). Like all social institutions, they are recognized patterns of behavior or practice around which expectations converge. Accordingly, regimes are social structures; they should not be confused with functions, though the operation of regimes frequently contributes to the fulfillment of certain functions. As with other social institutions, regimes may be more or less formally articulated, and they may or may not be accompanied by explicit organizational arrangements.*

*International regimes are those pertaining to activities of interest to members of the international system (YOUNG, 1982, p. 277).<sup>3</sup>*

Logo, os regimes internacionais facilitam o processo de cooperação em um sistema anárquico, desprovido de qualquer autoridade supranacional capaz de impor medidas sancionatórias. A teoria de regimes nas relações internacionais pode ser vista como complementar à realista, já que o multilateralismo só é aceito por corroborar as premissas de sobrevivência do Estado na busca pelo interesse nacional e soberania.

---

<sup>3</sup> Regimes são instituições sociais que regem as ações daqueles interessados em determinadas atividades (ou conjuntos de atividades). Como todas as instituições sociais, são consideradas os padrões de comportamento ou prática em torno das quais as expectativas convergem. Assim, os regimes são estruturas sociais; eles não devem ser confundidos com as suas funções em si, embora eles contribuam frequentemente para a realização delas. Tal como acontece com outras instituições sociais, os regimes podem ser mais ou menos formalmente articulados, e podem ou não ser acompanhadas por arranjos organizacionais explícitos. Regimes internacionais são se referem às atividades de interesse dos membros do sistema internacional. (YOUNG, 1982, p. 277, tradução nossa).

O que está acontecendo no mundo não é o desaparecimento dos Estados como principais atores do sistema (embora alguns outros atores transnacionais estejam alcançando proeminência ainda maior), mas sim sua aceitação do fato de que precisam trabalhar em conjunto para poder controlar uma variedade de interdependências. (ZACHER, 2000, p. 95)

Assim sendo, o estabelecimento dos regimes internacionais deu-se, em grande medida, pela necessidade de maior colaboração em temas interdependentes. O crescente número de organizações internacionais e a sua maior relevância exprimem o aumento da regulamentação e da cooperação no sistema. Em 1909, existiam 37 organizações internacionais baseadas em convenções e 176 outras de caráter não-governamental; já em 1986, os números eram de 337 e 4649, respectivamente (ZACHER, 2000).

Com relação ao crescimento das organizações internacionais, Inis Claude relata que esse aumento “sugere que em uma vasta gama de temas os estadistas estão hoje mais desejosos de enfatizar a abordagem coletiva, em vez de simplesmente unilateral” (CLAUDE, 1988, p.117).

## 2.1 NOVOS ATORES

A maior interdependência entre os Estados em diversas áreas, a ascensão dos países periféricos, o crescimento do comércio internacional, a diversificação de temas da agenda, a revolução tecnológica e o fenômeno da globalização levaram a uma relação maior de dependência entre a política e as outras áreas de interesse dos Estados. Nesse contexto, foi imprescindível que as teorias de Relações Internacionais acabassem incorporando em suas análises a atuação de novos atores de forma a explicarem algumas características do sistema: o multilateralismo e a cooperação internacional.

De acordo com Dufault&Dufur (2004, p.13-15 *apud* YWATA, 2012, p.70), o ator internacional é definido como “um indivíduo, um grupo, uma classe, uma instituição, um Estado ou uma organização que exerce uma ação intencional no seio do sistema internacional ou mundial”.

Os novos atores podem ser agrupados em três grandes áreas: a área do capital (corporações, associações empresariais, acionistas, agências de *rating*); a área da sociedade civil (indivíduos e organizações sociais não governamentais); e a área do Estado (partidos políticos, instituições internacionais e os três poderes) (DUPAS, 2005).

Para o trabalho em questão, nos concentraremos nos novos atores da área econômica, principalmente as agências de *rating*, que foram criadas a fim de suportar as mudanças da



complexidade da nova Ordem Econômica Mundial (OEM). Para isso, faz-se necessário a compreensão do estudo da Economia Política Internacional.

## 2.2 ECONOMIA POLÍTICA INTERNACIONAL E A ORDEM ECONÔMICA INTERNACIONAL

A partir da década de 1970, a área de Economia Política Internacional (EPI) se desenvolve no campo das Relações Internacionais, como resposta à necessidade de estudar os fenômenos internacionais sob a ótica dos impactos políticos, mas também econômicos. O estudo de EPI é baseado na combinação de poder e riqueza; Estados e mercados; política e moeda. No livro *The Political Economy of International Relations*, Robert Gilpin (1987, p.24) define o tema de estudo de EPI como “o impacto da economia mundial de mercado sobre as relações dos Estados e as formas pelas quais os Estados procuram influenciar as forças de mercado para sua própria vantagem”.

Em grande parte, o estudo de EPI é explicado pela orientação dos agentes econômicos, instituições e governo na busca tanto do crescimento econômico como da estabilidade política (SATO, 2012). Há uma enorme pressão generalizada pelo crescimento: a população, na sua busca pelo aumento da riqueza pessoal, e, a fim de possuir uma maior qualidade de vida pressiona a produção de bens e serviços. Ademais, os grupos de interesses se unem para coagir o governo ao crescimento sustentável da economia como um todo, estando a popularidade dos mesmos diretamente relacionada ao crescimento, que por fim, gera a estabilidade. Ou seja, “as demandas por crescimento, quando não atendidas satisfatoriamente, geram frustrações que podem se transformar em forças desestabilizadoras das instituições políticas e sociais” (*Ibid*, 2012, p.41).

Sendo assim, o estudo da EPI busca entender, dentro do sistema internacional, o funcionamento da Ordem Econômica Internacional (OEI). Para Sato (2012), uma Ordem Econômica Internacional é composta pelos regimes monetários, comerciais e financeiros, os quais evoluem à medida que buscam atender a demanda pelo crescimento e estabilidade. A OEI compreende o “conjunto de mecanismos pelos quais os interesses de nações, grupos empresariais e indivíduos atuam e se articulam entre si na esfera internacional” (*Ibid*, 2012, p.23). Portanto, as transações internacionais não são aleatórias, elas obedecem, até certo limite, a uma forma de ordenamento lógico estabelecido pela expectativa de retorno político, social e econômico dos grupos de interesse, não visando somente ao retorno financeiro.

Para caracterizar esta ordem econômica internacional, Sato (2012) ressalta que ela possui

tanto elementos tangíveis - regime monetário internacional, regime de comércio internacional e regime financeiro internacional - como não tangíveis – padrão da distribuição da riqueza e do poder na esfera internacional e a estratégia de crescimento implícita na ordem econômica.

O regime monetário internacional é baseado na liquidez internacional e é pautado nas instituições e práticas que determinam as regras que permitem a efetuação dos pagamentos das transações internacionais, bem como no que se refere às taxas cambiais utilizadas na conversão para a moeda internacional utilizada.

O regime de comércio internacional faz alusão direta à divisão internacional do trabalho, já que analisa a distribuição dos mercados e produções pelo mundo. As trocas comerciais são regidas predominantemente pelo princípio do livre-comércio, entretanto, há diversas exceções. Tanto nas organizações - cláusula da nação mais favorecida da Organização Mundial do Comércio (OMC) - quanto nos governos – estabelecimento de políticas protecionistas em prol de atingir seus objetivos com relação às questões internas - é possível notar uma grande ressalva no que tange à liberalização total das trocas comerciais. Em períodos de crescimento generalizado da economia, os governos tornam-se mais complacentes no que concerne às barreiras e há maior comércio entre os países, eliminando-se barreiras externas de entrada de produtos e capital. Por outro lado, em momentos de recessão, aumentam-se as barreiras não tarifárias, as tarifas de importação e outros mecanismos com o objetivo de proteger a produção nacional.

O regime financeiro internacional é o mais importante no que diz respeito a este trabalho, já que as agências de *rating* estão no contexto dos novos atores financeiros do sistema. Ele compreende o conjunto de regras, normas e instituições, tanto formais quanto informais, que orientam o sistema financeiro. A remuneração do capital representada pela taxa de juros é fator determinante, pois estabelece a direção dos fluxos de capitais. Além disso, também podem influenciar fatores como a busca pela segurança, as políticas comerciais, as variações nas taxas de câmbio, a inflação e a regulamentação financeira interna.

Nesse sentido, cabe lembrar que mudanças significativas nos elementos intangíveis geram transformações na ordem econômica internacional. Sendo assim, a lógica no padrão de crescimento e no perfil da distribuição da riqueza são os elementos que norteiam as ações dos agentes econômicos. A ordem econômica internacional necessita da formulação de uma estratégia de crescimento para aguentar as pressões internas, entretanto, paradoxalmente, essa estratégia gera instabilidade e mudanças na ordem internacional, já que o crescimento é desigual e não homogêneo. Da mesma maneira, o crescimento econômico leva a mudanças nas atividades econômicas e na distribuição da renda, podendo resultar na mudança dos

elementos tangíveis. O sistema econômico mundial vem se adequando de várias formas às novas circunstâncias e ocorreram diversas adaptações, inclusive nos elementos intangíveis.

## 2.2.1 EVOLUÇÃO DA ORDEM ECONÔMICA INTERNACIONAL E SEUS ATORES RELEVANTES

Desde o século passado três grandes crises econômicas foram capazes de mudar a ordem econômica mundial: a queda da bolsa de valores de Nova Iorque em 1929; as crises do petróleo e de endividamento do mundo em desenvolvimento na década de 1970; e, a mais recente, crise do *subprime* norte americano de 2008. “As crises podem ser entendidas como momentos em que as instituições e as práticas econômicas vigentes não mais atendem satisfatoriamente as demandas por crescimento econômico” (SATO, 2012, p.44).

### 2.2.1.1 CRISE DA DÉCADA DE 1930

O esgotamento da ordem liberal do século XIX levou à transição do poderio inglês para o norte americano. Notam-se diferentes padrões nos fatores tangíveis e intangíveis, pois os perfis de interesses da Grã Bretanha e dos EUA são totalmente distintos. “Os Estados Unidos não se constituíam em um império colonial, possuíam uma economia doméstica bastante fragmentada, mas rica em recursos naturais e com enorme capacidade industrial” (SATO, 2012, p.89).

Assim, enquanto a economia inglesa era baseada na exportação de manufaturas e importação de bens agrícola, sendo o comércio internacional responsável por metade do Produto Nacional Bruto (PNB), os Estados Unidos eram, na época, o maior produtor mundial de bens agrícolas e outras matérias primas essenciais, com o comércio exterior representando somente 12,2% do seu PNB (KUZNETS, 1967 p.19 *apud* SATO, 2012).

Devido à abundância de recursos naturais, com o advento da Primeira Guerra Mundial, os EUA passaram a ser o maior fornecedor de suprimentos às nações em guerra e, conseqüentemente, os principais credores internacionais, alterando, assim, o regime de comércio internacional e a distribuição do poder na esfera mundial. Nesse contexto, a grande depressão de 1929 levou à estagnação produtiva e, combinada com a alta da taxa de juros, deu fim definitivo ao padrão ouro-libra esterlina (*Ibid*, 2012).

Politicamente, no período entre guerras houve um vácuo de poder. Os EUA, principal país do sistema, preferia manter-se relativamente distante das questões internacionais, acreditando

ter certa autossuficiência com relação aos demais. A não participação dos EUA na Liga das Nações e a visão realista da defesa dos interesses nacionais demonstravam que a dinâmica política do sistema internacional continuava sendo unilateral e hegemônica. Entretanto, a crise da década de 1930 levou a duas grandes consequências para a ordem internacional: “o pleno envolvimento dos Estados Unidos na administração da ordem internacional e a institucionalização da cooperação internacional em bases sistemáticas e multilaterais” (*Ibid*, 2012, p. 82).

Após a Segunda Guerra Mundial, configurou-se no sistema internacional uma dinâmica política jamais vista, em que o mundo fora dividido em dois polos: de um lado os anglo-americanos e do outro os soviéticos. Então, a Guerra Fria foi marcada por confrontos indiretos das duas superpotências, que disputavam zonas de influência em todo o globo, elevando a importância da periferia no sistema. As áreas de maior conflito concentravam-se no Oriente e na Europa, entretanto, todas as regiões do mundo poderiam se tornar pontos de disputa ideológica e o desenvolvimento econômico era a arma mais eficaz para atrair os países instáveis. Até mesmo na América Latina, território que era considerado de influência norte americana, houve a Revolução Cubana em 1959 (*Ibid*, 2012).

Durante todo o período compreendido entre a década de trinta até a crise dos anos setenta surgiu um elemento de destaque na ordem sistêmica, qual seja: o papel do Estado na economia. O liberalismo do século XIX foi suprimido por iniciativas keynesianas e o Estado foi primordial para assistir ao desenvolvimento da economia mundial, principalmente no segundo pós-guerra.

Com a crescente complexidade do sistema internacional, as questões monetárias, financeiras e comerciais necessitavam de estratégias distintas e, diferentemente do pós Primeira Guerra, foram criadas instituições que ordenassem os objetivos estratégicos de cada uma das áreas.

Foi no regime comercial que ocorreram as mudanças mais significativas em termos de estratégia e os países em desenvolvimento passaram a exercer papel fundamental. “De um lado tornava-se aceitável certo nível de proteção a produtos primários nos países centrais, gerando mercados “administrados” para esses produtos e, por outro lado, a necessidade de industrialização dos países periféricos foi reconhecida” (SATO, 2012, p.102). Ou seja, o regime de comércio tornou-se mais complexo. Houve a aceitação generalizada da industrialização na periferia, principalmente sob o regime de substituição de importações, possibilitando-se até a exportação de alguns produtos manufaturados. Os países centrais reconheciam não somente a importância da periferia para o sistema, mas também as

consequências das políticas de protecionismo sob as suas produções de bens primários.

Neste período, a abrangente e diversificada agenda de interesses estadunidenses no comércio internacional serviu de base para as negociações multilaterais e a criação do General Agreement on Tariffs and Trade (GATT)<sup>4</sup> (*Ibid*, 2012).

As mudanças no regime financeiro que vieram depois da Segunda Guerra Mundial visavam à implementação de sistemas regulatórios na economia internacional. O capitalismo desgovernado das primeiras décadas do século XX levou às maiores tragédias que o mundo já vivera em que incerteza e medo eram sentidos tanto pela população quanto pelos seus governantes. Era necessário, então, criar uma instância pública capaz de coordenar e limitar o poder dos agentes econômicos, além de construir uma nova ordem econômica mundial propícia ao desenvolvimento, industrialização e progresso social. Com este pensamento, deu-se início ao sistema de Bretton Woods<sup>5</sup> (BELLUZO, 1995).

O sistema monetário também sofreu alterações com a nova ordem. O dólar suprimiu a libra esterlina e passou a ser, definitivamente, a principal moeda aceita internacionalmente. Os EUA se tornaram o maior credor internacional com 70% das reservas mundiais de ouro e o único capaz de prover liquidez internacional. Enquanto isso, a Grã Bretanha estava afundada em dívidas de guerra e necessitando de crédito para se reerguer. O padrão-ouro voltou ao sistema e os EUA encarregaram o recém-criado Fundo Monetário Internacional (FMI)<sup>6</sup> de administrar parte da liquidez internacional (SATO, 2012).

Entretanto, desde o início, o papel do FMI foi limitado pelo governo estadunidense. Nos primeiros anos posteriores à Segunda Guerra, os EUA, sabendo do seu papel vital na recuperação da economia mundial, além das implicações da situação política vigente, proporcionaram os recursos necessários através do Programa de Recuperação Europeia, entre outros empréstimos, incluindo aqueles do Banco Mundial. De 1945 a 1952, foram transferidos pelos EUA algo em torno de US\$ 41 bilhões, somente para a Europa, por meio de empréstimos, ajuda e investimento de longo prazo. Por outro lado, no ano de 1950, nenhum

---

<sup>4</sup> Criado com a assinatura da Carta de Havana (1948) estabeleceu as rodadas de negociação no sistema comercial internacional. Em seu preâmbulo, propunha-se a promover “um comércio mais livre e mais justo”, mediante redução de tarifas, eliminação de barreiras não tarifárias, abolição de práticas de concorrência desleal, aplicação e controle dos acordos comerciais e arbitragem dos contenciosos comerciais. (JAKOBSEN, 2005, p. 32)

<sup>5</sup> O objetivo deste trabalho não é analisar se o sistema de Bretton Woods funcionou, se atingiu os seus objetivos específicos e se, estes objetivos, eram, em realidade, verdadeiros. A alusão a este sistema é para evidência histórica.

<sup>6</sup> Com relação ao FMI, o projeto defendido por Keynes - representante do Reino Unido - nas negociações do acordo daria poderes muito superiores aos que foram efetivamente estabelecidos para essa instituição. A proposta inicial de Keynes era algo em torno de 25 usd a 30 usd bilhões de dólares, White – representante norte americano – ofereceu somente 5 bilhões e eles fecharam em 8,8 mostrando a submissão e fraqueza desta instituição já nos primórdios (SATO, 2012, p.124).

saque foi registrado no Fundo (*Ibid*, 2012).

A nova ordem vigente - dólar como moeda de reserva internacional pautada no lastro dólar-ouro - trouxe inúmeras responsabilidades aos estadunidenses. Padoan (1986, *apud* BELLUZO, 1995) enumera os benefícios dos EUA por serem os emissores da moeda internacional. O primeiro, benefício estratégico, viabilizou os estadunidenses a suportarem a maior parte dos custos militares da OTAN (Organização do Tratado do Atlântico Norte). As vantagens econômicas estabelecidas pela senhoriagem permitiram a expansão da indústria americana e seu papel como provedor mundial de mercadorias. A detenção do monopólio da liquidez internacional propiciou a realização do Plano Marshall<sup>7</sup>, base da doutrina Truman (1947) de contenção ao comunismo. Por fim, os ganhos financeiros estabeleceram uma situação privilegiada de crescimentos aos bancos dos EUA.

No sistema de Bretton Woods, o excepcional crescimento da economia mundial até o início dos anos 1970 foi, segundo Plihon (1998), resultado de três fatores: a relação salarial “fordista”, que gerou a evolução do salário real dos trabalhadores; as políticas keynesianas de estabilização macroeconômicas; e, por fim, os sistemas financeiros administrados com baixas taxas de juros, fato que viabilizava o financiamento da acumulação de capital. Assim, este período foi marcado pela acumulação do capital industrial e pelo crescimento da produção.

A estabilidade macroeconômica era assegurada através da relação direta dos ganhos de produtividade ao aumento do poder de compra salarial, que resultava no aumento da demanda. Além disso, com políticas monetárias de juros baixos e estáveis, o capital estava disponível para investimento. Portanto, apesar do endividamento das empresas com os bancos privados, as contas públicas possuíam déficits em níveis moderados (PLIHON, 1998).

Entretanto, no decorrer das décadas de 1960 e 1970, o modelo intervencionista do Estado baseado na produção em grande escala do pós-guerra enfrentou um grande desgaste causado, principalmente, pela disputa político-militar com a União Soviética e a concorrência econômica com o Japão e com a Alemanha Ocidental (VIZENTINI, 1998). Após quase três décadas com os estadunidenses controlando as políticas monetárias e fiscais mundiais, o modelo de Bretton Woods tornou-se insustentável em longo prazo.

Em suma, no período compreendido entre o final da Segunda Guerra Mundial e o início da década de oitenta, o modelo keynesiano viveu seu apogeu e sua decadência. Até o início da

---

<sup>7</sup> “O Plano consistia em uma política de estabilização dos países da parte Ocidental da Europa. [...] Dentre os objetivos principais do Plano Marshall estavam a expansão do comércio internacional, a garantia da estabilidade financeira interna e o desenvolvimento da cooperação econômica europeia. [...] O Plano Marshall, de forma mais específica, previa a concessão de empréstimos a juros baixos aos governos europeus, para que adquirissem mercadorias dos Estados Unidos. Os países que aceitavam o Plano deveriam, em contrapartida, abrir suas economias aos investimentos estadunidenses” (SIMON, 2011, p.34-35)

década de setenta, o sistema de Bretton Woods levou ao crescimento econômico, de forma que o aumento da produção industrial influenciava diretamente no crescimento do salário real, gerando o boom da economia nos trinta anos gloriosos.

#### 2.2.1.2 CRISE NA DÉCADA DE 1970 E SUAS PRINCIPAIS CONSEQUENCIAS

A segunda grande mudança econômica estrutural ocorreu como resposta à crise do petróleo, ao fim do padrão dólar-ouro e à inviabilidade de continuar promovendo estratégias de crescimento baseadas no investimento estatal (SATO, 2012). A crise do modelo de Bretton Woods resultou em um novo mundo liberal e globalizado, com a ascensão da Ásia/Europa e dos países periféricos, que trouxeram nova dinâmica de sistema mundial com o multilateralismo e a cooperação. O sistema não foi capaz de sustentar as crises da década de 1970 e entrou em colapso, implicando medidas neoliberais de livre comércio transmitidas pelo Consenso de Washington.<sup>8</sup>

No regime comercial advindo de Bretton Woods, os EUA eram praticamente autossuficientes, já que, além de possuírem reservas de minerais que desenvolveram a indústria estadunidense no início do século XX, eles também eram os maiores produtores de bens agrícolas. Portanto, ter um sistema regido para ecoar a produção da potência hegemônica funcionou até o momento em que os países estavam se recuperando da guerra. Entretanto, não havia neste sistema a complementaridade do comércio internacional sendo um dos motivos que inviabilizava a continuação desta estratégia de crescimento (*Ibid*, 2012)

O regime monetário de lastro do dólar com o ouro tampouco sobreviveu muito tempo e na década de 1970 foi substituído pelas taxas cambiais flexíveis dos países desenvolvidos. Contudo, o dólar continuou sendo a moeda principal das transações mundiais (BELLUZO, 1995).

Com a derrocada da ordem de Bretton Woods, os Estados Unidos da América, a fim de manter sua hegemonia, iniciaram uma contra-ofensiva que resultou na “política de globalização” (Tavares e Fiori, 1998). As três frentes dessa política foram o político militar, o econômico-financeiro e o ideológico.

No campo político e militar, o objetivo era que os custos do enfrentamento indireto com a União Soviética fossem compartilhados com as outras potências capitalistas, dividindo a

---

<sup>8</sup>Dez regras do Consenso de Washington: Disciplina fiscal; Redução dos gastos públicos; Reforma tributária; Juros de mercado; Câmbio de mercado; Abertura comercial; Investimento estrangeiro direto, com eliminação de restrições; Privatização das estatais; Desregulamentação (afrouxamento das leis econômicas e trabalhistas); Direito à propriedade intelectual. (WILLIAMSON, 2000, p251-264)

responsabilidade da contenção comunista. Os EUA se retiraram parcialmente dos conflitos de segurança regionais, tornando seus aliados sócios na política de “compartilhamento de responsabilidade”, objetivando a redução de gastos.

A luta ideológica contra o comunismo estava desgastada pela incapacidade estadunidense em continuar assumindo o ônus da sua liderança e os fracassos em conter a revolução cubana e a guerra interminável no Vietnã dividiam a opinião pública.

No campo econômico, os EUA implementaram medidas protecionistas e, em 1971, derrubaram a paridade dólar-ouro. O aquecimento inflacionário norte americano<sup>9</sup>, em conjunto com a crise do petróleo de 1973 e a consequente desregulamentação do sistema financeiro em 1974, resultou no declínio do sistema vigente e no início do período conhecido como “estagflação” (YWATA, 2012).

A crise da ordem vigente, implicando dois choques do petróleo, levou à alta da inflação e à contestação da intervenção estatal na economia. Os agentes econômicos afirmavam que, a partir de então, a prioridade do governo seria tão somente a regulação das políticas monetárias com o intuito de controlar a inflação. O papel do governo, então, seria o de interferir minimamente na gestão econômica, levando a uma concepção liberal do Estado. Nesse sentido, medidas fiscais ortodoxas de diminuição da demanda foram instauradas e o quadro 1 demonstra o custo de diminuição da atividade econômica dos principais países industrializados em detrimento do controle da inflação (PLIHON, 1998).

Tabela 1 - Crescimento econômico e inflação nos principais países industrializados. Taxa média de crescimento anual em % para o conjunto dos países do G-7.

	1970-1979	1980-1989	1990-1995
<b>Crescimento do PIB</b>	3,6	2,8	2,0
<b>Alta dos preços</b>	10,7	5,1	3,3

G-7: Estados Unidos, Japão, Alemanha, França, Itália, Reino Unido, Canadá  
Fonte: Contas nacionais da OCDE

Nota-se no quadro acima que há uma correlação direta entre a diminuição do crescimento econômico e a baixa da inflação. Entretanto, apesar de pregarem conceitos neoliberais ao sistema, as políticas econômicas em diversos países foram contraditórias. Nos EUA, por exemplo, houve uma política orçamentária expansionista com aumento das despesas militares

<sup>9</sup>Após 3 décadas de crescimento contínuo, as empresas adquirem certa tranquilidade e confiança na economia o que acarreta em maior investimento e, consequente endividamento resultando em maior exposição financeira. Quando o período de entusiasmo, há necessidade de acréscimo de financiamento levando à elevação das taxas de juros, o que aumenta ainda mais suas dívidas. Assim sendo, as empresas reduzem suas atividades e o crescimento cai.



e isenções fiscais (PLIHON, 1998).

Em território norte americano, Carter iniciou a década de 1980 com o aumento de juros nominais de 5% a.a. para 21% a.a (WORLD BANK, 2014). As taxas reais de juros cresceram no mundo inteiro e os países do terceiro mundo - que haviam aproveitado o excesso de liquidez da década de 1970 contraindo dívidas a taxas flexíveis - encontravam-se agora em uma situação de total submissão às “condicionalidades” dos credores internacionais (*Ibid*, 1998).

Algumas políticas ortodoxas foram executadas e levaram efetivamente à diminuição da inflação, entretanto, os custos foram altíssimos. Os países europeus, principalmente Alemanha e França, puseram em prática políticas extremamente restritivas que levaram a consequências gigantescas, como o crescimento do desemprego e dos déficits públicos.<sup>10</sup> Ou seja, a partir, principalmente, da década de oitenta, com a estagflação da economia mundial, o modelo ortodoxo levou a diversas experiências de "desregulamentação" financeira, que atingiram vários setores em um grande número de países. Como resume Chang (1997), os anos oitenta foram a década dos cortes orçamentários, da desregulamentação e da privatização, que deram base ao Consenso de Washington. O pensamento da época era que a excessiva regulação estava reduzindo a competitividade dos países capitalistas avançados em relação ao Japão e aos tigres asiáticos.

Além disso, em termos políticos, a queda do muro de Berlim no final da década de 80 iniciou a derrocada histórica da União Soviética e abriu espaço para uma nova ordem mundial. Os EUA desapontaram como potência hegemônica, vencedores absolutos da guerra fria e, mais que nunca, o capitalismo surgiu como modelo único de economia.

Principalmente na década de noventa, a desregulamentação popularizou-se na mídia e nas elites locais. Esta visão pregava mercados maiores e mais fortes e governos menores e subordinados ao sistema. Entretanto, examinando experiências em países como Inglaterra e Japão, Vogel (1996) defende que não houve enfraquecimento na atuação governamental de controle e supervisão do funcionamento da economia, mas aumento do grau de complexidade da atividade regulatória.

Segundo Plihon (1998, p.97) “as políticas públicas têm uma responsabilidade de primeiro plano nas recentes mutações que desestabilizaram a economia mundial”. Ele afirma que os desequilíbrios das finanças públicas tiveram início nas políticas macroeconômicas da década

---

<sup>10</sup> Sabe-se, com efeito, que, para que a razão dívida/PIB se estabilize, é preciso que a taxa de crescimento do PIB seja ao menos igual à taxa de juros sobre a dívida [...] a taxa de juros elevou-se brutalmente, tornando-se muito superior à taxa de crescimento econômico, em razão das próprias políticas econômicas recentes, nos principais países industrializados. (PLIHON, 1998, p.105)

de 1980, tendo como motores a desregulamentação, permissão de movimentação de capital e desintermediação, o qual foi introduzido no Consenso de Washington.

No que diz respeito ao mundo subdesenvolvido, havia grande insatisfação do modelo de desenvolvimento pré-estabelecido, porquanto a alta inflação e a crise da dívida externa geradas pela redução na disponibilidade de capital internacional depois da segunda crise do petróleo levaram os governos a tomarem medidas extremamente impopulares a fim de tentar salvar suas economias. O capital externo era, na maioria dos casos, a principal fonte de financiamento de industrialização, e muitos acreditavam que a redução no nível de regulamentação nas relações entre o Estado e o setor privado seria benéfica à economia.

No que concerne ao regime financeiro internacional, provavelmente tenha sido neste que ocorreram as maiores inovações devido à desregulamentação. A política neoliberal de liberalização de capitais foi a base da globalização e permitiu a conexão dos vários mercados domésticos, bem como inúmeras foram as artimanhas financeiras criadas (YWATA, 2012).

A estagflação que atingiu o sistema nas duas últimas décadas do século XX levou à diminuição constante da atividade industrial em todo o mundo. Com o avanço tecnológico e objetivando manter o lucro, ocorreram mudanças na estrutura financeira mundial, tornando-a mais flexível permitindo uma maior mobilidade de capitais. O maior estímulo para o crescimento dos países é baseado no sistema financeiro, entretanto, os investimentos são bem mais arriscados e estão sujeitos a muita especulação. Assim, a dificuldade de crescimento da economia em conjunto com este aumento da especulação levou o mundo a uma corrida para a financeirização.

Neste trabalho, embora aceite-se que a financeirização da riqueza levou ao predomínio do capital financeiro ao capital produtivo, utiliza-se a definição de Bibow (2010) de financeirização como sendo:

*A process of structural change within the financial sector that features the growth of securities and derivative markets relative to traditional bank intermediation, developments driven by deregulation, competition and financial innovation, together with a growing importance of the financial sector relative to the nonfinancial sector (in terms of value added, employment, profits, and political clout etc)<sup>11</sup>(BIBOW, 2010, p.5.)*

Portanto, o fenômeno da globalização financeira só foi possível pela criação de instrumentos financeiros - como os derivativos e a securitização de ativos. Os derivativos

---

<sup>11</sup>Um processo de mudança estrutural no setor financeiro, que apresenta o crescimento do mercado de securitização e de derivativos relacionado à intermediação bancária tradicional, eles se desenvolveram impulsionados pela desregulamentação, a concorrência e as inovações financeiras, juntamente com uma crescente importância do setor financeiro em relação ao setor não financeiro (em termos de valor acrescentado, emprego, lucros e influência política). (BIBOW, 2010, p.5, tradução nossa)

financeiros tinham inicialmente a ideia somente de cobertura de riscos, porém, foram utilizados posteriormente por investidores especuladores.

Os derivativos são contratos que derivam a maior parte de seu valor de um ativo subjacente, taxa de referência ou índice. O ativo subjacente pode ser físico (café, ouro, etc.) ou financeiro (ações, taxas de juros, etc.), negociado no mercado à vista ou não (é possível construir um derivativo sobre outro derivativo). Os derivativos podem classificados em contratos a termo, contratos futuros, opções de compra e venda, operações de swaps, entre outros, cada qual com suas características (Portal do Investidor).

Ou seja, era negociado no presente o valor futuro do ativo, dando espaço a grandes ganhos de capitais com fins especulativos. Eles levaram à possibilidade de se fazer hedge e especular sobre o capital não produtivo. Segundo Farhi (1999, p.94-5),

As operações de cobertura de riscos (hedge) consistem, essencialmente, em assumir, para um tempo futuro, a posição oposta à que se tem no mercado à vista. [...] tanto o industrial que tem uma dívida em divisas e compra contratos de câmbio no mercado futuro ou adquire opções de compra quanto o investidor que deverá dispor de uma soma em dinheiro num prazo dado e compra contratos de índice de valores estão realizando hedge de compra, embora suas posições no mercado à vista no momento das operações sejam distintas.

Além destes instrumentos, o surgimento da securitização de títulos também ajudou a revolucionar o sistema financeiro. Ela implicou a mudança de preferência de crédito, de empréstimos para valores mobiliários, e se constituiu como fator decisivo na crise do *subprime* estadunidense (GUTTMANN, 2008). Segundo o dicionário de finanças Uqbar, securitização é:

Processo pelo qual um grupo relativamente homogêneo de ativos é convertido em títulos mobiliários passíveis de negociação. É, portanto, uma forma de transformar ativos individuais relativamente ilíquidos em títulos mobiliários líquidos, transferindo os riscos associados a esses ativos para os investidores que compram estes títulos.

Ademais, a moeda teve um importante papel em todo o processo de liberalização financeira. A criação de novos mecanismos de moeda de crédito foi impulsionada pela tecnologia e pela eliminação das restrições de criação destes produtos financeiros, bem como houve a proliferação de formas de moeda e de serviços de pagamento pouco regulamentados - o que causou a instabilidade do sistema bancário. (GUTTMANN, 1998)

O “capital fictício” explicado por Marx como o capital que não provém do sistema produtivo torna-se primordial no mundo financeirizado. A década de estagflação com pouco crédito na economia mundial tornou os credores reticentes com relação aos empréstimos de longo prazo devido aos riscos e à falta de liquidez que eles implicavam. (*Ibid*, 1998). Além disso, devido ao aumento dos déficits públicos dos países industrializados na década de oitenta, “Era necessário apelar aos investidores internacionais, em particular aos investidores

institucionais, para que adquirissem títulos públicos nacionais” (PLIHON, 1998, p.108).

Os títulos tornaram-se, então, uma opção incontestável, já que dependiam menos do capital industrial. “São os créditos negociáveis menos arriscados, com o aval dos Estados assegurando a melhor qualidade possível já que estes não podem falir” (*Ibid*, 1998, p. 115). As empresas também se voltaram ao mercado de títulos e as aplicações internacionais passaram a ser diretas, diminuindo a participação dos bancos, que até então eram os intermediários. Além disso, os fundos de pensão, fundos mútuos, companhia de seguros, caixas de bancos, fundos de *hedge* ganharam destaque neste cenário como investidores institucionais (GUTTMANN, 2008).

No plano da empresa, a financeirização refere-se, sobretudo à dominação da *maximização do valor ao acionista* entre os objetivos corporativos. Esta alteração aconteceu com a emergência de tipos diferentes de fundos (fundos de pensão, fundos mútuos e, mais recentemente, fundos de *hedge*) que reúnem investidores menores para obter benefícios de escala (melhor diversificação, mais informações, menores custos de transações etc.). O rápido crescimento dos assim chamados *investidores institucionais* no último quarto de século transformou-os nos acionistas principais de grandes empresas em todo o mundo.

A preferência por mercados financeiros em vez de finanças indiretas utilizando bancos comerciais foi em grande parte facilitada pelo surgimento de fundos (fundos de pensão, fundos mútuos e, mais recentemente, fundos de *hedge* e de participações) como compradores-chave nesses mercados (GUTTMAN, 2008).

Esse fenômeno de longo prazo teve como consequência o monopólio financeiro do capital. São quatro os principais fatores da intensificação da tendência à monopolização: concentração e centralização do capital em uma escala global; crescimento do poder das empresas; desenvolvimento de cadeias globais das empresas multinacionais; surgimento da financeirização em conjunto com a monopolização. Notam-se efetivamente estas tendências diante do fato de que as quinhentas maiores empresas multinacionais receberam cerca de quarenta por cento do lucro total da economia mundial (FOSTER; MAGDOFF, 2012).

Tabela 2 – Participação no mercado das instituições financeiras nos EUA

	1948	1960	1970	1980	1993
<b>Bancos</b>	55,9	38,2	37,9	34,8	25,4
<b>Mutual Funds</b>	1,3	2,98	3,5	3,6	14,9
<b>Fundos de pensão</b>	3,1	9,7	13,0	17,4	24,4
<b>Corretoras de valores</b>	1,0	1,1	1,2	1,1	3,3

Fonte: KAUFMAN E MOTE (1994, p.7) *Apud*. GUTTMANN (1998, p.80)

A tabela mostra que o deslocamento em prol dos títulos diminuiu e causou a redução dos empréstimos, o que torna menor a importância dos bancos comerciais no sistema de crédito.

Os bancos também passaram a investir seu capital sobressalente em títulos, e também houve uma mudança de dinâmica nas fontes de renda dos bancos comerciais, diminuindo seu percentual em fonte de financiamento e aumentando em rendimento. Portanto, a “principal tendência nas operações do sistema financeiro é o aumento da importância dos mercados de títulos ocupando o espaço tradicionalmente reservado ao segmento de crédito.” (GUTTMAN, 2008). Além disso, houve abertura de crédito bancários para investidores institucionais como fundos de pensão, por exemplo.

Com a perda de importância como intermediador financeiro, os bancos desenvolveram outras fontes de renda:

Um aspecto importante do empenho dos bancos comerciais na propagação do capital fictício foi o desenvolvimento de novos instrumentos para cobertura de riscos de preços, resultantes da volatilidade das taxas de câmbio e taxas de juros, a partir de sua desregulamentação na década de 70. Estamos nos referindo, em particular, aos instrumentos financeiros a prazo (tais como contratos a prazo de câmbios ou contratos a prazo baseados no índice de bolsa), bem como a outros tipos de derivativos (por exemplo, os *swaps*). A astúcia desses mecanismos financeiros, cujo valor e rentabilidade são determinados pelo comportamento dos mercados subjacentes (de títulos, de taxas de juros ou de divisas) reside no fato de que eles podem ser feitos sob medida para cada usuário, e portanto adaptados às diversas contingências das respectivas carteiras. Podem ser usados como instrumentos de cobertura ou para apostas de tipo especulativo sobre o comportamento dos preços dos mercados subjacentes aos quais estão ligados, com ganhos potenciais nos dois sentidos do movimento de preços (em alta ou em baixa, desde que tal movimento tenha sido corretamente previsto (GUTTMANN, 1998, p. 80).

Todos estes mecanismos financeiros só foram possíveis devido à possibilidade de mobilidade de capital internacional. Diferentemente do sistema de Bretton Woods, no regime financeiro internacional da nova OEI, o sistema desregulamentado permite o deslocamento de grandes quantias de capitais em questão de segundos. O aumento de volume de capital financeiro que se desloca internacionalmente em busca de mercados com maior retorno e menor risco cresceu exponencialmente nas últimas décadas tornando o capital internacional um ator relevante no sistema vigente.

Com a implementação destes diversos instrumentos financeiros e o aumento da complexidade do sistema financeiro mundial, as agências de *rating* entraram neste cenário a fim de estabelecer um laço de confiança entre o investidor internacional e o ativo comprado. Elas o fazem através de notas, estando as empresas e governos sujeitos a uma classificação de risco.

### 3. O PAPEL DAS AGÊNCIAS DE RATING NA NOVA ORDEM ECONÔMICA INTERNACIONAL

A ascensão do setor financeiro com relação do setor produtivo é iminente no sistema mundial nas últimas décadas. A lógica de acumulação de capital sofreu mudanças e houve o ganho de importância da esfera financeira em detrimento da esfera produtiva, o que elevou a importância de novos atores econômicos como as agências de *rating*.

Segundo Arrighi, estaríamos, atualmente, na segunda fase do Círculo Sistêmico de Acumulação: o da expansão financeira:

O aspecto deste padrão é a alternância de épocas de expansão material (fases DM de acumulação de capital) com fases de renascimento e expansão financeiros (fases MD') Nas fases de expansão material, o capital monetário "coloca em movimento" uma massa crescente de produtos (que inclui a força de trabalho e dívidas da natureza, tudo transformado em mercadoria); na fase de expansão financeira, uma massa crescente de capital monetário "liberta-se" de sua forma mercadoria, e a acumulação prossegue através de acordos financeiros (como na fórmula abreviada de Marx, DD'); Juntas, essas duas épocas, ou fases, constituem um completo ciclo sistêmico de acumulação (Arrighi, 1996, p.6).

As expansões financeiras são tomadas como sintomáticas de uma situação em que o investimento da moeda em expansão do comércio e da produção não mais atende, com tanto eficiência quanto as negociações puramente financeiras, ao objetivo de aumentar o fluxo monetário que vai para a camada capitalista. (Arrighi, 1996, p.8)

Ou seja, a demanda pelo crescimento da economia e a busca incessante pela otimização dos recursos e pelo ganho de capital norteiam os tomadores de decisão. Todavia, a esfera financeira é incerta e especulativa, portanto, em um mundo de desconfianças "procurar segurança é a resposta racional à incerteza – segurança de mercados, de fontes de suprimento e de oportunidades de investimento" (COHEN, 1976, p.73). As agências de *rating* ganharam, assim, grande destaque, já que exercem influência direta sobre os principais investidores internacionais com relação à segurança na alocação dos seus recursos.

As agências de classificação de risco são empresas que medem a qualidade de crédito das empresas privadas e dos países. Elas tornaram-se evidentes nas últimas décadas, porém, foram criadas há bastante tempo, no final do século XIX, nos EUA. A primeira classificação de título começou com *John Moody's* em 1909 das dívidas provenientes das estradas de ferro.

Em seguida, logo após a Primeira Guerra, foram classificados os títulos do tesouro estadunidense; em 1916 foi criada a *Poor's Publishing Company*, futura *Standard and Poors* e, em 1924, a *Fitch Publishing Company* emitiu sua primeira classificação. Estas são, até hoje, as principais agências de *rating* que dominam o mercado mundial na classificação de risco dos títulos de empresas e governos (MARKOSKI; MOREIRA, 2010).

Foi com o boom financeiro de securitização de ativos da década de 1970 que as agências realmente entraram no cenário bilionário financeiro e tornaram-se atores relevantes no sistema econômico mundial. Elas passaram a ser incorporadas nas legislações dos países em termos de investimentos, já que a sensação era de medo dos investidores diante da crise de liquidez do sistema.

Segundo o “*Financial Crisis Inquiry Report*” (FCIR) (2011), publicado pelo governo norte-americano, o divisor de águas na regulamentação federal do país ocorreu em 1975. Neste ano a Comissão de Valores Mobiliários modificou seus requisitos mínimos de capital para corretores, passando a baseá-los em avaliações de crédito por uma das *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO).

Os participantes da indústria de securitização perceberam que precisavam oferecer certa “segurança” aos investidores para garantir a venda de seus produtos a eles e, a partir disso as agências cresceram de maneira expressiva. Ademais, desde 2001, os *ratings* são parte da regulamentação do capital bancário que estabelece que os bancos podem reservar menos capital para títulos de notação superior. Por exemplo, títulos classificados como “BBB” exigem a retenção de cinco vezes mais capital do que os títulos “AAA” e “AA”, enquanto títulos “BB” requererem até dez vezes mais. O acordo internacional de Basileia II<sup>12</sup>, assinado em Junho de 2004, determina requisitos semelhantes para bancos de outros países.

Outros exemplos que são importantes para entender a institucionalização das agências de *rating* como pré-requisito para o investimento: a *Security and Exchange Commission* (SEC) restringiu aos fundos do mercado monetário a compra de títulos somente se eles tivessem recebido classificação de *ratings* de duas agências cadastradas pelo NRSROs; o Departamento do Trabalho dos EUA também incluiu as agências na sua regulação e limitou os investimentos dos fundos de pensão somente em títulos classificados como “A” ou superior; os *ratings* de crédito afetam até mesmo transações privadas, já que os contratos podem conter cláusulas que exijam a publicação de garantia ou reembolso imediato se uma entidade for rebaixada.

Com relação ao mercado brasileiro, ele não cita diretamente alguma agência específica,

---

<sup>12</sup> Em 2004, o BCBS divulgou revisão do Acordo de Capital da Basileia, conhecida como Basileia II, com o objetivo de buscar uma medida mais precisa dos riscos incorridos pelos bancos internacionalmente ativos. O novo acordo é direcionado aos grandes bancos tendo como base, além dos Princípios Essenciais para uma Supervisão Bancária Eficaz (Princípios da Basileia), três pilares mutuamente complementares: Pilar 1: requerimentos de capital; Pilar 2: revisão pela supervisão do processo de avaliação da adequação de capital dos bancos; e Pilar 3: disciplina de mercado. A implementação do Novo Acordo de Capital da Basileia no Brasil está sendo feita até hoje de forma gradual. A primeira manifestação formal do Banco Central do Brasil para sua adoção se deu por meio do Comunicado 12.746, de 9 de dezembro de 2004, em que foi estabelecido cronograma simplificado com as principais fases a ser seguidas para a adequada implementação da nova estrutura de capital (BACEN).

porém, realça o *rating* como sendo pré-requisito para certas operações. Por exemplo, no art. 7º da Resolução nº 003506 de 25 de outubro de 2007 sobre “aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios.”:

Art.7º No segmento de renda fixa, as aplicações dos recursos em moeda corrente dos regimes próprios de previdência social subordinam-se aos seguintes limites:

II – até 80% (oitenta por cento) em:

b) cotas de fundos de investimentos previdenciários e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos investimentos previdenciários classificados como renda fixa ou referenciado em indicadores de desempenho de renda fixa, constituídos sob a forma de condomínio aberto, desde que apliquem recursos exclusivamente em títulos de emissão do Tesouro Nacional ou títulos privados considerados, com base em classificação efetuada por **agência classificadora de risco** em funcionamento no País, como de baixo risco de crédito, observado o disposto nos arts.17 e 18;

III - até 20% (vinte por cento) em depósitos de poupança em instituição financeira considerada, pelos responsáveis pela gestão de recursos do regime próprio de previdência social, com base em classificação efetuada por **agência classificadora de risco** em funcionamento no País, como de baixo risco de crédito;

IV - até 15% (quinze por cento) em cotas de fundos de investimento de renda fixa, constituídos sob a forma de condomínio aberto;

V - até 15% (quinze por cento), em cotas de fundos de investimentos em direitos creditórios, constituídos sob a forma de condomínio aberto.

§ 1º Os investimentos previstos nos incisos IV e V deste artigo, deverão ser considerados, expressamente, como de baixo risco de crédito, com base em classificação efetuada por **agência classificadora de risco** em funcionamento no País (BANCO CENTRAL DO BRASIL; grifo nosso).

As agências tornaram-se relevantes devido ao caráter totalmente especulativo e instável do atual sistema financeiro internacional caracterizado pela grande mobilidade de capitais. Observando que se faz necessário uma instituição que possa reduzir as incertezas e o risco dos investimentos financeiros no Brasil e em outros países.

A comunidade financeira internacional delegou para as agências de *rating* o poder de definir para onde vão os investimentos. Os *ratings* de crédito determinam até mesmo se os investidores, principalmente institucionais, podem ou não comprar determinados ativos. Os governos e as instituições financeiras em todo o mundo têm institucionalizado o requerimento de classificações de risco dos ativos financeiros a fim de tentar proporcionar certa segurança aos investidores internacionais com relação aos títulos comprados.

Entretanto, esta inserção das agências nas leis internas e nos tratados internacionais faz com que elas possam determinar a credibilidade dos ativos, sendo as suas classificações, sinônimos de verdades absolutas, uma vez que definem parte dos fluxos de investimentos. Em outras palavras, a agência de classificação de risco que informa se o investimento é confiável antes que os bancos, fundos mútuos e tesouros nacionais possam comprá-los. O domínio em questão que estas agências possuem em modificar o cenário financeiro também é uma de suas



principais críticas.

Herb Sandler, co-fundador da *Golden West Financial Corporation*, escreveu uma carta para as principais autoridades norte-americanas, temendo o grau de dependência do sistema nas agências de rating. *“There is a high potential for gaming when virtually any asset can be churned through securitization and transformed into a AAA-rated asset, and when a multi-billion dollar industry is all too eager to facilitate this alchemy.”*<sup>13</sup>

Estes são exemplos da confiança exacerbada que o sistema financeiro depositou nas agências de classificação de risco, dando-lhes suficiente poder para influenciar na formação da crise do *subprime* estadunidense em 2008.

As agências de *rating* avaliam, de um lado, a saúde financeira destas instituições e, de outro, a capacidade de cumprir suas obrigações financeiras. No decorrer dos anos elas foram adquirindo credibilidade e confiança dos investidores internacionais, que viam em suas análises uma forma de tentar combater a assimetria de informação<sup>14</sup>. “Empresas de classificação de risco podem ajudar a eliminar o nevoeiro de assimetria de informação que rodeia as relações de empréstimo” (WHITE, 2001, p.6).

Devido às constantes modificações e dúvidas causadas pela reestruturação financeira e facilidade de mobilidade de capitais provinda do advento tecnológico, as agências de *rating* (ARs) passam a serem percebidas no sistema financeiro como entidades que proporcionam a percepção de segurança e credibilidade, prometendo informação de qualidade sobre empresas e governos para os investidores internacionais. Assim, muitos deles creem nas classificações de crédito, porquanto não detêm acesso aos mesmos dados que as agências de *rating*, tampouco a capacidade analítica para avaliar certos títulos.

Com relação à confiança destas informações, ou seja, a qualidade do *rating* e a reputação que estas agências possuem:

*The dominant view of rating quality in the legal literature and among policymakers comes from the “reputational-capital” model of rating agencies, which holds that a well-functioning reputation mechanism will give rating agencies optimum incentives for producing high-quality ratings. The underlying idea is that if investors determine that a rating agency’s ratings*

---

<sup>13</sup> Há um grande potencial para a especulação quando praticamente qualquer ativo pode ser securitizado e transformado em um ativo com rating AAA, e quando uma indústria multi-bilionária está ansiosa para facilitar essa alquimia.

<sup>14</sup> Assimetrias de informações entre duas partes que transacionam ocorrem quando uma parte detém mais informações do que a outra, seja ex ante em relação às características do que está sendo comprado ou vendido, seja ex post em relação ao comportamento dos indivíduos depois de firmado o contrato. Os modelos de seleção adversa tratam de problemas de informações imperfeitas associadas ao primeiro caso, enquanto que os de risco moral abordam os problemas de informações relacionados ao segundo (STIGLITZ, 1985<sup>a</sup>, p.23ApudCANUTO; FERREIRA, 1999, p.6).

*are of low quality, they will stop crediting the ratings, and the agency's business will lose value (HUNT, 2009, p.4).<sup>15</sup>,*

Ou seja, em um mercado de concorrência perfeita no qual o único objetivo destas empresas fosse prover informações de qualidade, a reputação seria, efetivamente, o principal instrumento de credibilidade. Os investidores internacionais avaliariam, através das informações obtidas, se os *ratings* de determinada empresa seriam confiáveis. Caso contrário, a empresa perderia sua reputação e seria afastada do mercado.

Entretanto, não vivemos neste sistema de concorrência perfeita. Apesar de usarem inúmeros critérios de avaliação, as agências também estão sujeitas a erros. Um dos problemas apontados por Hunt (2009) é que no mercado das ARs não há muita concorrência, e isso acarreta em uma menor transparência de suas classificações. Além disso, estas empresas já estão confortáveis com suas posições destacadas no mercado e não buscam inovações.

Em termos mundiais, as agências com maior credibilidade estão no cenário norte-americano, as quais representam mais de 95% dos *rating* (YWATA, 2012). Existem três principais agências atualmente: *Standard & Poor's (S&P)*, *Fitch Ratings* e *Moody's*. Explicitando o fator monopolista que existe neste mercado a tabela abaixo mostra a pouquíssima quantidade de agências fora dos EUA (totalizando somente 37)<sup>16</sup>.

Tabela 3 – Número de agências de rating fora dos EUA

Quantidade de agências por país			
<b>África do Sul</b>	1	Índia	3
<b>Alemanha</b>	2	Indonésia	1
<b>Argentina</b>	1	Itália	1
<b>Bangladesh</b>	1	Israel	1
<b>Brasil</b>	1	Japão	3
<b>Canadá</b>	1	Malásia	1
<b>Chile</b>	2	Paquistão	2
<b>China</b>	2	Peru	1
<b>Chipre</b>	1	Rússia	1
<b>Colômbia</b>	1	Suécia	2
<b>Coréia</b>	3	Taiwan	1
<b>Egito</b>	1	Tunísia	1
<b>França</b>	1	Venezuela	1

Fonte: BIS (2000)

<sup>15</sup> A visão dominante sobre a qualidade classificação na literatura jurídica e entre os formuladores de políticas vem do modelo de "capital de reputação" das agências de *rating*, que afirma que um mecanismo de reputação com bom funcionamento dará às agências de classificação os incentivos ideais para a produção de avaliações de alta qualidade. A ideia subjacente é que, se os investidores determinarem que as classificações de uma agência de *rating* são de baixa qualidade, eles vão parar de confiar nas classificações, e a agência vai perder seu valor (Hunt, 2009, p.4, tradução nossa).

<sup>16</sup> Nesta análise estão sendo consideradas as empresas que são somente "agências de classificação de risco" e não os bancos e demais entidades que também classificam os países.

Hunt (2009) atribui tal evidência monopolista ao fato de que há poucas concessões no mercado estadunidense – sendo este o que possui maior credibilidade - observando-se que a certificação de NRSRO é conferida pela SEC e, desde 1975, somente quatro empresas receberam-na.

Além da dificuldade das concessões, este é um mercado difícil de ingressar, já que estas agências constroem suas reputações através do tempo. A credibilidade adquirida vem com a reputação, a qual é consequência da informação de qualidade. A fim de mantê-la, estas empresas empregam profissionais extremamente capacitados, grandes figuras da *Wall Street* com formação superior nas universidades mais conceituadas, que disseminam confiança aos investidores. Para isso, a *Moody's* paga até 155 mil dólares por ano para os analistas comparáveis e a S&P até 167 mil (GLASSDOR, 2014).

As agências classificam as empresas/governos em termos mais técnicos com notas que são divididas em uma escala de grau de investimento e grau especulativo. Todas as classificações podem vir seguidas do sufixo (+) ou (-). Para a S&P e a Fitch a nomenclatura é quase igual, mudando somente a última classificação:

“AAA” é a mais alta classificação, recomendação extremamente forte;

“AA” é a segunda e é, ainda, uma classificação muito boa - recomendação forte;

“A” também é forte, porém é mais influenciável por alguma mudança econômica;

“BBB” tem capacidade adequada para cumprir com seus compromissos, porém, bem suscetível às mudanças econômicas. Última classificação do grau de investimento;

Em “BB” começa o grau especulativo. Possui certa exposição e incertezas com relação à capacidade de cumprir seus compromissos financeiros;

“B” é mais vulnerável do que a anterior, visto que condições adversas afetam o cumprimento dos deveres financeiros;

“CCC” significa que está vulnerável, conforme as condições econômicas, para cumprir seus compromissos;

“CC” está altamente vulnerável;

“C” é inadimplente. (S&P)

“C” quando já foi apresentado pedido de falência ou similar, mas os pagamentos estão sendo honrados. (Fitch)

“D” é inadimplente (Fitch)

Para *Moody's*, a nomenclatura é um pouco diferente e é mudada a terminologia:

“Aaa” é a mais alta classificação;

“Aa1”, “Aa2”, “Aa3” como alto grau de investimento;

“A1”, “A2” e “A3” grau alto-médio;  
“Baa1”, “Baa2”, “Baa3” como grau médio;  
“Ba1”, “Ba2”, “Ba3” já estão no grau especulativo com alguns elementos que geram esta especulação;  
“B1”, “B2”, “B3” especulação maior;  
“Caa1”, “Caa2”, “Caa3” papéis fracos;  
“Ca” é altamente especulativa;  
“C” o mais baixo grau de investimento.

Além de determinar o *rating* através das classificações acima, as principais agências também introduziram o conceito de *Outlook* que reflete como as agências preveem que seja o futuro das empresas e países analisados. Normalmente são três os tipos de previsões: positiva, neutra e negativa. O positivo é quando a classificação de risco está em processo de melhora, e o "*rating*" pode ser revisto para cima ("*upgrade*"). Quando a classificação de risco está estável e não deve sofrer alterações no curto prazo, o *Outlook* é tido como neutro e, quando, a qualidade do crédito está piorando e existe uma forte tendência de deterioração no "*rating*" ("*downgrade*"), considera-se negativo (BB, 2012).

Os títulos de curto prazo detêm outra classificação, e são utilizados para classificar o risco de crédito com relação às obrigações a vencer, normalmente, em até um ano, como *commercial papers* e depósitos bancários de curto prazo. Na *Moody's* os títulos com recomendação para investimento são: “*Prime-1*”, “*Prime-2*” e “*Prime-3*”, enquanto os títulos considerados especulativos são somente notados como “*Not Prime*”. Já na *Standard and Poors*, os primeiros são: “A-1”, “A-2” e “A-3”; e os especulativos “B” e “C” (CARDOSO, 2000). A *Fitch* classifica como “F1”; “F2”; “F3” os títulos de grau de investimento e em “B”; “C”; “RD” e “D” os especulativos (FITCH, 2014).

Uma das principais questões no que diz respeito às agências de *rating* é de sua característica ser *lead* ou *lag*. Os que defendem que as agências sejam *lead* acreditam que elas possuem realmente vantagem no processamento da informação sendo efetivamente capaz de prever as alterações do mercado. Desta maneira, as mudanças de notações deveriam impactar nos preços. Os adeptos ao *lag*, por outro lado, acreditam que essas agências têm acesso às mesmas informações do mercado e, não deveriam, portanto, impactar nos preços. (MARKOSKI; MOREIRA, 2010) Para o estudo em questão acredita-se que as agências possuem ambas as características: *lead*, principalmente quando há diminuição de *rating* ou *outlook*; e *lag*, quando optam por aumentar as notações. Ou seja, elas são potencializadoras de saída de capital quando o cenário já está relativamente conturbado; e esperam primeiro o

mercado adquirir confiança na empresa/país em questão para depois atribuir o aumento de classificação.

As agências de *rating* sofrem muitas críticas e acusações de que estas instituições financeiras são mais um instrumento político das grandes empresas e dos governos. Principalmente depois da crise do *subprime* americano, a reputação destas agências foi colocada em cheque, já que elas não conseguiram prever a crise eminente e classificavam muitas das empresas que vieram a falir como de alta confiabilidade.

Uma das principais questões quando o assunto são as agências de classificação de risco está relacionada ao grau de influência política que estas agências podem sofrer dos governos/empresas na classificação dos títulos que elas avaliam. A indagação do papel que governos e empresas podem exercer nas agências está relacionada à duas questões fundamentais sobre as agências: (a) quais as suas fontes de renda<sup>17</sup> e (b) quais são seus critérios de avaliação.

### 3.1 O FINANCIAMENTO DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCOS

No que diz respeito ao financiamento das agências de classificação de riscos, até a década de 1970, as principais agências vendiam suas publicações e avaliações para os investidores internacionais, ou seja, os detentores de títulos. As agências prestavam serviço de informação às principais instituições financeiras e ajudavam a avaliar a segurança dos títulos municipais, corporativos e “*commercial papers*”. Entretanto, nos anos setenta, elas foram obrigadas a se reinventar devido a uma combinação de fatores. A crise de liquidez internacional; o grande aumento da dívida municipal/pública; e a falência da *Penn Central Transportation* (maior companhia ferroviária estadunidense da época) assustaram os investidores. Eles passaram a demandar que os emissores de novos títulos tivessem seus ativos avaliados (MARKOSKI; MOREIRA, 2010).

Além disso, neste mesmo período, houve a diminuição dos preços das fotocópias, o que tornou obsoleto o pagamento por um documento impresso cuja livre circulação não poderia ser evitada. Portanto, a principal função das agências teve de ser reinventada e elas passaram a ser pagas por quem elas avaliavam. As agências começaram a distribuir a informação para o mercado financeiro gratuitamente ou cobrando uma taxa simbólica dos investidores internacionais. Em contrapartida, sua renda provinha dos emissores dos títulos avaliados, ou

---

<sup>17</sup> É importante ressaltar que o conflito de interesses acontece principalmente com relação ao setor privado pois este que paga as agências para classificarem as próprias empresas.

seja, dos principais interessados, estabelecendo um provável conflito de interesses (WHITE, 2001).

Há uma grande discussão com relação a esta mudança de “*investor-pay*” (investidor pagante) para “*issuer-pay*” (emissor pagante). Recentemente, com a crise de 2008, muitos críticos colocaram a culpa neste sistema de pagamentos. Martin Wolf, jornalista econômico do *Financial Times*, declarou “*It is scandal that the model of payment for the credit rating agencies has not been changed. They should be paid by agents for the buyers not by the sellers*<sup>18</sup>.” (WOLF, 2009; grifo nosso).

As agências clamam que elas vivem da sua reputação, portanto, todo o valor do negócio de *rating* depende da continuação da confiança dos investidores nas suas classificações. Por outro lado, em seu artigo para o *Journal of Financial Economics* “*Does it matter Who pays for bond ratings? Historical evidence*”, John (Xuefeng) Jiang, Mary Harris Stanford e Yuan Xie (2012) fazem uma análise histórica e empírica de 1970 a 1978, período no qual ocorreu a mudança na dinâmica de pagamento.

A *Moody's* passou a cobrar a empresa interessada na classificação em 1970, e a S&P em 1974. Foi avaliada uma mostra de 797 títulos corporativos emitidos e classificados entre 1971 e 1978 pelas duas agências. O resultado é que, entre 1971 e junho de 1974, período no qual a *Moody's* cobrava os emissores das classificações de títulos e a S&P cobrava os investidores, as classificações da primeira são, em média, superiores às da segunda para o mesmo título. Coincidentemente, de julho de 1974 a 1978, quando as duas agências deixam de cobrar os investidores, os *ratings* tornam-se homogêneos, sendo as classificações da *Moody's* não mais superiores às da S&P. Análises subsequentes mostram que esta mudança na diferença entre os *ratings* deriva de um aumento nas classificações da S&P, ao invés de quaisquer alterações nas da *Moody's*.

Seguindo em busca de um exame mais profundo deste período de tempo, Jiang *et al* (2012) avaliam se há conflito de interesses neste aumento das notas da S&P, numa concepção de quanto maior o pagamento, melhor seria a avaliação. Tomaram por base e cruzaram informações de empresas que, primeiro, tenderiam a pagar uma taxa mais alta pelos *rating* e que, segundo, possuíam menor classificação na *Moody's*. Então, eles concluíram que o aumento dos *ratings* da S&P, após a adoção do modelo de taxa *issuer-pay*, ocorreu somente para títulos que provavelmente geraram pagamento mais elevado à agência e que têm relativa menor qualidade de crédito na já estabelecida classificação da *Moody's*. Portanto, esta

---

<sup>18</sup> É um escândalo que o modelo de pagamento para as agências de classificação de risco ainda não tenha sido alterado. Eles devem ser pagas pelos agentes compradores, e não pelos vendedores. (tradução nossa)

pesquisa corroborou a hipótese da influência da mudança de dinâmica dos pagamentos no aumento dos *ratings*. (JING *et al*, 2012)

Atualmente, tanto a Moody's quanto a S&P possuem padrões semelhantes com relação aos preços cobrados da cobertura de emissões corporativas. Ambas afirmam que irão ranquear e tornar pública a classificação de todos os títulos registrados no SEC mesmo sem o pagamento da taxa (JING *et al*, 2012). Entretanto, se o emissor do título não requisitar o *rating*, elas o farão com base em informações públicas. Assim, se a empresa optar por pedir a classificação, ela terá o privilégio de compartilhar as informações com as agências e, em contrapartida, deverá pagar uma taxa - ou seja, poderá ter maior influência sobre o *rating*. A *Fitch* não adota essa metodologia e só faz a avaliação de empresas que solicitam.

Ainda com relação aos preços cobrados, é importante notar que existem “preços” maiores para empresas de grande porte, sendo questionável se efetivamente serão usados diferentes recursos dependendo do tamanho da empresa avaliada (LEVICH; MAJNONI; e REINHART, 2002).

Além disso, outra crítica que apoia esta visão e é relevante no mundo das ARs se refere às chamadas “*rating shopping*”. Como são as próprias empresas que pagam pela classificação, elas buscam a maior nota possível dentre as “opções do mercado”.

*Rating shopping occurs when an issuer chooses the rating agency that will assign the highest rating or that has the most lax criteria for achieving a desired rating. [...] it is common for securitization issues.*<sup>19</sup>(CHOI; PAPAIOANNOU, 2009, p.93)

Ou seja, quando uma empresa é avaliada de maneira desfavorável, ela procurará outras agências até que se encontre uma nota desejável; esta busca denomina-se *rating shopping*. As ARs contestam e afirmam que não existe esse tipo de distinção, elas alegam novamente que possuem grande preocupação com a manutenção de suas reputações perante o mercado, o que inviabilizaria a influência do contratante.

O caso do Banco Santos no Brasil exemplifica o ponto colocado acima. Para atrair os investidores, o banco adotou o *rating shopping* e decidiu pagar e tornar pública as notas somente das agências que lhe concedesse classificações favoráveis. Logo antes da falência do banco, quando ele já estava com problemas, a sua nota de classificação de risco permanecia “A” pela agência *Austin Rating* "O banco apresenta solidez financeira intrínseca boa. São

---

<sup>19</sup> Rating shopping ocorre quando um emitente optar a agência de classificação que irá atribuir a mais alta classificação ou que tem os critérios mais flexíveis para a obtenção de uma classificação desejada. Ele é comum para as emissões de securitização (CHOI; PAPAIOANNOU, 2009, p.93, tradução nossa)

instituições dotadas (as classificadas com A) de negócio seguro e valorizado, (com) boa situação financeira atual e histórica. O risco é muito baixo” (FOLHA, 2004). A *Riskbank* classificava o banco com nota 9,36 "baixo risco no curto prazo". E a *Moody's* relatava "capacidade de crédito na média em relação aos outros emitentes locais". A *Fitch* e a *Standard & Poor's* baixaram as notas para o Banco. Em dezembro de 2003, a *Fitch* relatou que devido à "preocupação" com a "deterioração da carteira de crédito", além do "crescente comprometimento de seu capital com a parte não provisionada desses créditos" rebaixaria a nota. A S&P em janeiro de 2004 também reduziu o conceito do Santos e escreveu que: "O "rating" do Banco Santos reflete a piora na qualidade da sua carteira de empréstimos, marcada por significativa concentração." Os serviços destas duas agências foram cortados pelo banco de Edemar Cid Ferreira pelas análises terem desagradado o *issuer-pay* (FOLHA, 2004).

Estas questões afetam, portanto, a credibilidade das agências de *rating* colocando em dúvida o quão confiável são as classificações atribuídas às empresas/governos.

### 3.2 RATING SOBERANO

Mudanças de cenários políticos, intervenções estatais, políticas macroeconômicas ambíguas, inflação, barreiras ao comércio, alterações drásticas nas políticas econômicas, insatisfação social, protestos, instabilidade política: todas estas características fazem parte do mundo globalizado e afetam diretamente o sistema financeiro. Portanto, no momento em que os investidores internacionais avaliarem onde alocar seus recursos é vital saber o risco representado por cada país. No que tange à esfera financeira são utilizados, principalmente dois tipos de “risco país”. Primeiro, o *Emerging Market Bond Index* (EMBI), quer seja índice de títulos dos mercados emergentes, divulgado pelo J.P. Morgan, conhecido como risco quantitativo por ser expresso em números. E, o risco qualitativo produzido pelas agências de *rating* também identificado como *rating* soberano. (YWATA, 2012)

O risco quantitativo EMBI pode ser global ou específico para um determinado país. No caso brasileiro, o chamado EMBI+Br mede a capacidade de o país honrar os seus compromissos financeiros, ou seja, quanto maior a pontuação do indicador de risco, maior é o risco de crédito do país a que se refere e maior a taxa de juros necessária para atrair investimento. Ele é extremamente dinâmico, pois se baseia em uma cesta de papéis que refletem em tempo real os movimentos do mercado. “Em 31 de março de 2014, a carteira do EMBI+Br compreendia 14 papéis emitidos pelo país no exterior, com vencimentos até



2041.” Destes, eurobônus<sup>20</sup> (93,0%) e *bradies*<sup>21</sup> (7,0%) (BACEN, 2014).

Outro índice que ajuda a obter o risco país de forma quantitativa é o *Credit Default Swap* (CDS).

O CDS é um contrato bilateral que permite ao investidor comprar proteção para crédito específico contra evento de crédito do emissor de determinado ativo. O emissor é conhecido como entidade de referência. Um evento de crédito (default) inclui ocorrências tais como inadimplência, falha em pagamentos, reestruturação de dívida ou falência do emissor do ativo. Para adquirir essa proteção, o comprador faz pagamentos periódicos ao vendedor, normalmente trimestrais ou semestrais, especificados como porcentagem do principal. Essa porcentagem é conhecida como spread, prêmio ou taxa fixa, e representa, para o investidor em ativo de risco, o custo para a proteção contra um evento de crédito relacionado com o emissor do ativo. (BACEN, 2014)

Ele é mais utilizado pelos bancos (vendem e compram a proteção), companhias de seguro, corretoras, *hedge funds*, fundos de pensão, empresas, fundos mútuos e agências governamentais. (BACEN, 2014)

O índice analisado efetivamente pelas agências de *rating* no que tange a classificação qualitativa dos países como receptores de crédito é o *rating* soberano. Na década de 1970 e 1980, surgiram as primeiras classificações de Estados, observando-se que em 1961 a S&P estabeleceu o *rating* australiano e, em 1972, o finlandês. Já em 1982 classificou a Venezuela, primeiro país em desenvolvimento a obter um *rating* soberano. A *Moody's* iniciou a classificação de países pela Austrália em 1974 e a Suécia em 1977.

Os *ratings* soberanos avaliam a capacidade futura do governo nacional em honrar suas dívidas e eles também são incorporados no processo de avaliação de *ratings* corporativos do país em questão. Os dois tipos de riscos medidos nestas análises estão contempladas nas esferas econômica e política.

A S&P analisa dados econômicos e políticos atentando a qual desdobramento futuro eles passam ter. Com relação à metodologia, são 5 os fatores fundamentais.

---

<sup>20</sup> Títulos de renda fixa (bonds) emitidos no Euro mercado, cujo prazo varia de um a trinta anos, podendo também ser denominados em diversas moedas, como dólar, euro, etc. Instrumento inicialmente utilizado por emissores de perfil de crédito privilegiado (governos, entidades supranacionais, grandes empresas e bancos) com o objetivo de obter custos de captação inferiores a seus mercados domésticos.)

<sup>21</sup> Os *bradies* são os títulos criados por ocasião da reestruturação das dívidas externas de países que aderiram ao Plano Brady na década de 1990. No caso brasileiro, a reestruturação da dívida externa ocorreu em 1992, envolvendo a troca da dívida de responsabilidade do setor público por sete novos bônus de emissão da República, cada um com suas peculiaridades. Dentre os *bradies*, o Cbond (ou Front-Loaded Interest Reduction Bond with Capitalization) foi o título brasileiro mais líquido no mercado internacional. O Tesouro Nacional recomprou todos os *bradies* negociados no mercado na época

Tabela 4 - Escores dos Cinco Principais Fatores de Rating Soberano:

<b>Cinco Principais Fatores de Rating Soberano</b>	<b>Escore atribuído em uma escala de 1 a 6, sendo '1' o mais forte e '6' o mais fraco</b>
Eficácia institucional e de governança	Escore de eficácia institucional e de governança
Estrutura econômica e perspectivas de crescimento	Escore econômico
Liquidez externa e posição de investimento internacional	Escore externo
Flexibilidade fiscal e desempenho fiscal, combinada com peso da dívida.	Escore fiscal
Flexibilidade monetária	Escore monetário

Fonte: Relatório Metodologia de Rating de Governo Soberano e Premissas. (STANDARD AND POORS, 24 jun 2013). Elaboração própria.

No primeiro item de eficácia institucional e de governança avaliam-se: a eficácia, a estabilidade e a previsibilidade da elaboração de políticas do soberano e suas instituições políticas (fator primário); a transparência e a responsabilidade das instituições, de dados e de processos, bem como a cobertura e a confiabilidade das informações estatísticas (fator secundário); a cultura de pagamento da dívida do soberano (fator de ajuste potencial); os riscos de segurança externa (fator de ajuste potencial). O escore econômico pondera: os níveis de renda; as perspectivas de crescimento; a diversidade e volatilidade econômica. Já o escore externo mede: o status da moeda de um governo soberano em transações internacionais; a liquidez externa do país, que fornece uma indicação da capacidade da economia para gerar moeda estrangeira necessária para honrar suas obrigações do setor público e privado a não residentes; a posição externa do país, que mostra os ativos e passivos dos residentes (em moeda estrangeira e local) com relação ao resto do mundo. Por outro lado, o escore fiscal reflete a sustentabilidade dos déficits e o ônus da dívida de um soberano. Esta medida considera a flexibilidade fiscal, as tendências fiscais e as vulnerabilidades de longo prazo, a estrutura da dívida e acesso a financiamento, e potenciais riscos que surgem de passivos contingentes. E, por fim, o escore monetário analisa: a capacidade do soberano de coordenar a política monetária com políticas fiscais e outras econômicas para dar suporte sustentável para o crescimento econômico; a credibilidade da política monetária, conforme medida, entre outros fatores, pela evolução da inflação ao longo de um ciclo econômico; o impacto orientado para o mercado de mecanismos monetários sobre a economia real, que é, em grande parte, uma função da profundidade e diversificação do sistema financeiro residente e mercados de capitais (STANDARD AND POORS, 2013).

A *Moody's* possui alguns critérios distintos, a avaliação está baseada em 4 fatores: força econômica, força institucional, força fiscal e suscetibilidade ao risco de evento.

Tabela 5 – Metodologia de Rating Soberano da agência de classificação de risco Moody's

METODOLOGIA DE RATING SOBERANO MOODY'S			
Fator Geral	Subfator	Ponderação	Indicadores do subfator
Força Econômica	Dinâmica de crescimento	50%	Média do crescimento real do PIB
			Volatilidade no crescimento real do PIB
	Índice de competitividade global no Fórum Econômico Mundial		
	Escala da economia	25%	PIB Nominal (US\$)
	Renda Nacional	25%	PIB Per Capita (US\$ - PPP)
Força Institucional	Quadro institucional e eficácia	75%	Índice de eficácia governamental do Banco Mundial
			Índice da regra geral do Banco Mundial
			Índice de controle de corrupção do Banco Mundial
	Credibilidade e eficácia da política	25%	Nível de inflação
Volatilidade da inflação			
Força Fiscal	Carga de dívida	50%	Dívida geral do governo/PIB
			Dívida geral do governo/Receitas
	Acessibilidade da dívida	50%	Pagamentos de juros gerais do governo/receitas
Pagamentos de juros gerais do governo/PIBt			
Vulnerabilidade a Riscos de eventos	Risco Político	Função máx <sup>1</sup>	Risco político interno
			Risco geopolítico
	Risco de Liquidez do Governo	Função máx <sup>1</sup>	Indicadores fundamentais
			Tensão de financiamento do mercado
	Risco do Setor Bancário	Função máx <sup>1</sup>	Força do sistema bancário
			Tamanho do sistema bancário
			Vulnerabilidades de financiamento
	Risco de Vulnerabilidade Externa	Função máx <sup>1</sup>	(Saldo da conta corrente + IDE)/PIB
Indicador de vulnerabilidade externa (IVE)			
Posição de investimento internacional líquido/PIB			

A agregação de risco político, risco de liquidez do governo, risco do setor bancário e vulnerabilidade externa O risco segue uma função máxima, ou seja, assim que uma área de risco garante uma avaliação de risco elevado, a suscetibilidade geral do país ao risco de evento é classificada nesse nível específico, elevado

Fonte: *Moody's*; elaboração própria. (2014)

Pode-se denotar, com relação a todos estes fatores que determinam a classificação do *rating* soberano dos países, que elas se resumem às recomendações do Consenso de Washington, principalmente no que tange os países em desenvolvimento. Em suma:

1) redução dos déficits orçamentários; 2) disciplina fiscal (equilíbrio orçamentário e redução da carga tributária; 3) liberalização financeira, com os juros fixados pelo mercado e o abandono de taxas administradas em favor de investimentos prioritários; 4) aumento das exportações; 5) redução das tarifas de importação; 6) abertura total das economias ao fluxo de capitais e, em particular, ao investimento direto; 7) privatização das empresas públicas; 8) desregulamentação da concorrência em diferentes setores econômicos; 9) garantia do direito de propriedade sob todas as formas (BENSAÏD, 2003, p.22-23; PLIHON, 2004, p.24. *apud*. Ywata, 2012, p.213).

Portanto, as agências de classificação de risco mantêm as recomendações providas da liberalização financeira, ou seja, atender a estes pré-requisitos é agir de acordo com as políticas ortodoxas. Neste contexto, elas são instituições que visam legitimar o sistema financeiro atual através da percepção de segurança que elas passam.

Entretanto, principalmente no que concernem os *ratings* soberanos, apesar destes inúmeros indicadores, é de larga importância destacar que a tentativa de prever o risco de maneira mais assertiva possível - seja por abordagens comparativas ou analíticas – é mais uma arte do que uma ciência exata (MAROIS, 1990).

A existência de risco em qualquer contrato que se estende no tempo é inegável, mas a doutrina (econômica) neoclássica sustenta que o risco pode ser previsto e medido. Logo, ele não seria propriamente risco, mas uma característica mensurável do prestatário, o que permitiria ao prestamista incorporar à taxa de juros uma taxa de risco que o protegeria inteiramente da eventualidade do sinistro [...]. Se o risco fosse previsível, a vida no mundo das finanças seria muito mais estável do que na realidade é. A história das finanças é cheia de altos e baixos. (SINGER, 2003, p.35)

### 3.3 UM EXEMPLO: A CRISE DO SUBPRIME NORTE AMERICANO E A DESCRENÇA NAS AGÊNCIAS DE RATING

A fim de embasar a supracitada influência direta das agências nos últimos acontecimentos críticos do mercado financeiro mundial, o reporte do governo norte americano conclui:

*We conclude the failures of credit rating agencies were essential cogs in the wheel of financial destruction. The three credit rating agencies were key enablers of the financial meltdown. The mortgage-related securities at the heart of the crisis could not have been marketed and sold without their seal of approval. Investors relied on them, often blindly. In some cases, they were obligated to use them, or regulatory capital standards were hinged on them. This crisis could not have happened without the rating agencies. Their ratings helped the market soar and their downgrades through 2007 and 2008 wreaked havoc across markets and firms<sup>22</sup>(The Financial Crisis Inquiry Report, 2011;XXV.*

Entender o porquê de o relatório acreditar que as agências tenham sido uma das responsáveis pela maior depressão pós 1930 é importante para analisar as principais falhas delas no mundo financeirizado. As críticas mais recorrentes são: a pressão das empresas financeiras por boas notas, porquanto são elas que pagam pelas avaliações; a monopolização e falta de transparências das agências; a falta de recursos para fazer o trabalho, apesar de lucros recordes e a ausência de supervisão pública significativa.

Os anos setenta e oitenta foram marcados pelo fortalecimento de instrumentos financeiros. As agências passaram a classificar os títulos hipotecários estadunidense em 1984, ano da aprovação da lei que permitia que instituições financeiras federais e estaduais investissem em

---

<sup>22</sup> Concluimos que as falhas das agências de *rating* foram engrenagens essenciais na roda da destruição financeira. As três agências de classificação de risco foram elementos fundamentais da crise financeira. Os títulos hipotecários no centro da crise não poderiam ter sido comercializados e vendidos sem os seus selos de aprovação. Investidores acreditavam, muitas vezes, cegamente. Em alguns casos, eles eram obrigados a usá-los já que normas regulamentares de capital dependiam dos *ratings*. Esta crise não poderia ter acontecido sem as agências de rating. Suas avaliações ajudaram o mercado a subir e os rebaixamentos de notas em 2007 e 2008 causaram estragos em todos os mercados e empresas.

títulos relacionados com hipotecas, desde que os títulos tivessem altos índices de, pelo menos uma agência de *rating*. Ou seja, na própria lei relatava que era preciso uma classificação de risco de uma ARs, colocando as agências no negócio para sempre. Como Eric Kolchinsky, ex-diretor-gerente *Moody's*, resumiu "as agências de *rating* receberam um cheque em branco." (FINANCIAL CRISISINQUIRY REPORT, 2011).

Portanto, o sistema de securitização de títulos era tão complexo que muitos investidores internacionais acreditavam cegamente nas notas recebidas pelas agências. Entre 2000 e 2007 muitos títulos hipotecários foram avaliados como nota máxima de segurança para investimento. No caso da *Moody's* foram 45000 títulos, somente em 2006 foram 30 títulos por dia de trabalho classificados como AAA. O resultado foi desastroso: 83% dos títulos daquele ano foram rebaixados nas análises subsequentes (FINANCIAL CRISISINQUIRY REPORT, 2011).

Os bancos de investimento pagavam taxas consideráveis para as agências de *rating* a fim de obter os votos desejados. As taxas de agência de *rating* eram, normalmente, entre 250.000 e 500.000 dólares para *Collateralized Debt Obligation* (CDO)."As agências de *rating* foram ferramentas importantes para fazer isso, porque a maioria das pessoas que estavam vendendo estes títulos nunca tinham tido qualquer histórico no negócio hipotecário. Eles estavam procurando por uma entidade independente para elaborar um parecer", disse Jim Callahan, CEO da Pentalfa, ao *Financial Crisis Inquiry Commission*.

Assim sendo, tudo convergiu para a securitização hipotecária – os bancos podendo se desfazer de ativos e transferir os riscos; os investidores dispostos a investir devido ao cenário mundial favorável de crescimento; as empresas mobiliárias prestes a ganhar honorários; as agências de *rating* prontas para expandir e a tecnologia da informação capaz de lidar com todo este cenário – e estava montado o cenário para a crise.

As agências lucraram muito até 2008. No período de três anos até o final de 2007, no auge da expansão do crédito, o lucro operacional da S&P subiu 73 por cento, para 3,58 bilhões de dólares em comparação com o período de três anos que termina em 2004. O ganho comparável para a *Moody's* sobre o mesmo período foi de 68 por cento para 3,30 bilhões de dólares. (YOUNGLAI; COSTA, 2011)

Quando este emaranhado financeiro que embasava os ganhos no mercado imobiliário tornou-se insustentável estourando a crise, as agências foram acusadas de ser uma das causadoras da crise e iniciou-se a discussão sobre a responsabilidade civil que elas teriam.

A fim de se defender das críticas vorazes, elas recorreram a Primeira Emenda dos EUA<sup>23</sup>, a qual estabelece a liberdade de expressão. O aviso padrão da *Moody's* relata que "Os *ratings* são e, devem ser interpretados, somente como manifestação de opinião, e não declarações de fatos ou recomendações de compra, venda ou detenção de quaisquer valores mobiliários." Gary Witt, ex-diretor-gerente equipe da *Moody's*, disse à *Financial Crisis Inquiry Commission*. "As pessoas esperam demais de classificações. As decisões de investimento devem sempre basear-se em muito mais do que apenas uma classificação." O da S&P comenta "um *rating* não é uma recomendação para compra, venda ou manutenção de qualquer título específico". Um *rating* de crédito "é a opinião da *Standard & Poor's* sobre a qualidade geral de crédito de um devedor em relação a um título de dívida específico ou, ainda, em relação a alguma outra obrigação financeira".

Todavia, devido às desastrosas consequências financeiras da crise e a fim de evitar ocorra novamente, alguns países estão tentando institucionalizar a responsabilidade civil destas agências, como o caso do Regulamento 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho:

TÍTULO III-A  
RESPONSABILIDADE CIVIL DAS AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO

Artigo 35.º-A

Responsabilidade civil

1. Se uma agência de notação de risco tiver cometido, com dolo ou negligência grave, alguma das infrações enumeradas no Anexo III, afetando desse modo uma notação de risco na qual um investidor se tenha baseada ao adquirir um instrumento notado, esse investidor pode interpor uma ação contra a agência de notação de risco pelos danos que lhe tiverem sido causados.

2. Considera-se que uma infração afeta uma notação de risco se essa notação difere da que seria emitida caso a agência de notação de risco não tivesse praticado a dita infração.

3. Considera-se que uma agência de notação de risco age com negligência grave quando descarta de forma séria os deveres que lhe incumbem por força do presente Regulamento.

4. Quando um investidor dispuser de elementos factuais que permitam inferir que a agência de notação de risco cometeu uma das infrações enumeradas no Anexo III, cabe à agência provar que não cometeu a referida infração, ou que a infração não afetou a notação de risco emitida.

5. A responsabilidade civil referida no n.º 1 não poderá ser excluída nem limitada antecipadamente por via contratual. Qualquer cláusula contratual que exclua ou limite antecipadamente a responsabilidade civil será considerada nula e sem efeito.

Isabel Alexandre (2011) enumera argumentos contra e a favor da responsabilidade civil das agências.

Os fatores que vão ao encontro dos *ratings*: estas classificações são apenas um dos

---

<sup>23</sup>"Congress shall make no law respecting an establishment of religion, or prohibiting the free exercise thereof; or abridging the freedom of speech, or of the press; or the right of the people peaceably to assemble, and to petition the Government for a redress of grievances." <constitution.findlaw.com/amendment>

elementos que os investidores devem ponderar, portanto, não se pode responsabilizar as notas pelos prejuízos causados às entidades devido à depreciação de certo título; além disso, ela afirma que os *ratings* são reflexos da liberdade de expressão e esta prática não é ilícita; por último, relata que, caso fôssemos capazes de responsabilizar as agências, elas passariam a não existir mais.

Entretanto, Alexandre (2013) também enumera argumentos contra a exclusão da responsabilidade civil das agências pela importância e influência dos *ratings* na tomada de decisões dos agentes:

- O estabelecimento do nexo causal entre as notações e os prejuízos causados às entidades notadas pela depreciação de certo título constitui um problema de prova, que não assume contornos específicos no caso das notações;
- Legalmente as notações de risco não são meras opiniões mas, como ressalta do Regulamento (CE) n.º 1060/2009, pareceres, o que provavelmente faz recair sobre as agências especiais deveres de cuidado;
- Não se vê por que motivo a atividade de notação deve ter um tratamento privilegiado em relação ao de outras atividades, quando provoque danos;
- Ao pretender-se a responsabilização das agências, não se pretende necessariamente a instituição de um regime de responsabilidade civil, contratual ou extracontratual, estranho aos quadros gerais do sistema. (ALEXANDRE, 2013)

As agências de *rating* possibilitam efetivamente aos investidores maior segurança na tomada de decisão. Todavia, como exemplificado, sabe-se que o ressarcimento que resulta de uma classificação equivocada é incerto. Ou seja, este assunto ainda é dúbio e recente na regulamentação do sistema financeiro. Em tempos de crise é comum os investidores tentarem culpar estas agências pelo não retorno do capital. E, por outro lado, apesar de relatarem a isenção de “culpa” com relação aos *ratings* elaborados, as ARs vivem de sua credibilidade e atualmente, devido a todos esses “erros” de *rating* ela está relativamente baixa.

#### 4. A INFLUÊNCIA DAS AGÊNCIAS NAS POLÍTICAS GOVERNAMENTAIS

A classificação das agências de *rating* com relação aos países, como explicada no capítulo anterior, é feita pelo *rating* soberano. Através de dados empíricos, fazem-se análises sobre as avaliações das agências com relação às mudanças da classificação do Brasil ao longo dos anos e quais as consequências destes rebaixamentos/aumentos na movimentação de capitais e nas políticas macroeconômicas.

O processo de globalização econômica que possibilitou a financierização de ativos trouxe consigo um risco maior aos investidores devido ao caráter instável do sistema. Pode-se notar que, principalmente nos mercados emergentes, os países que não seguem as normas estabelecidas pelo consenso, são penalizados com a falta de divisas, pois não entram para o círculo de investimento internacional. Ademais, aqueles que jogam com as regras do sistema não têm autonomia para fazer políticas que confrontem a Ordem Econômica Internacional.

Segundo Ywata (2012), as agências de *rating* influenciam as autoridades do país através de três formas distintas: (1) conselhos e sugestões sobre medidas a serem implementadas; (2) alertas, pressões e até ameaças; e, por último, (3) monitorando ou fiscalizando o comportamento dos Estados. Nesse sentido, elas o fazem através de seus relatórios e da influência que eles possuem na decisão dos investidores internacionais, cabendo frisar que no decorrer do capítulo serão mostrados textos exemplificando estas formas de ação.

É importante ressaltar o teor ideológico, político e econômico dos relatórios, uma vez que é possível notar a clara conotação neoliberal que eles exprimem, em outras palavras, as políticas macroeconômicas defendidas pelo FMI e pelo Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) enraizadas no Consenso de Washington encontram respaldos nas agências de *rating*.

A base da análise das alterações de mudanças de classificação de riscos é feita de duas formas: a influência destas modificações no curto prazo na saída/entrada de divisas; e, em médio prazo, nas políticas macroeconômicas do governo. Ademais, tem-se por hipótese que quando as agências de *rating* atribuem um *downgrade* ou mudam o *outlook* para baixo, elas aprofundam a crise já instaurada nos países sendo fator multiplicador de saída de capital; entretanto, o *upgrade* das classificações não altera de maneira significativa o aumento de entrada de divisas, sendo somente consequência da melhora geral de diversos indicadores.

Destarte, para este histórico da evolução das classificações brasileiras, será utilizado como



base a pesquisa de Cantor e Packer<sup>24</sup> (1996), na qual eles examinaram e quantificaram as variáveis que causavam maior impacto na composição dos *ratings*: renda *per capita*, o crescimento do produto, a inflação, o nível da dívida externa, o nível de desenvolvimento econômico e o histórico de default. Além destes, fez-se necessário analisar, para melhor entendimento, os índices: taxa de juros, nível de reservas internacionais, investimento estrangeiros (em carteira e IED), o EMBI-Br, taxa de câmbio e dívida pública.

#### 4.1. O CASO BRASILEIRO SOB A ÓTICA DAS AGÊNCIAS DE RATING

A *Moody's* classificou pela primeira vez o governo brasileiro em 1986, seguida, pela *Standard and Poors* e *Fitch* que começaram suas notações em 1994. A tabela 6 abaixo, contendo a evolução de avaliações de *rating* do Brasil, será base para esta análise.

Tabela 6 – Evolução dos *ratings* soberanos brasileiros

<i>Moody's</i>		<i>S&amp;P</i>		<i>Fitch</i>	
18/11/1986	Ba1	30/11/1994	B	01/12/1994	B+
04/12/1987	B1	18/07/1995	B+	26/01/1999	B
15/10/1989	B2	02/04/1997	BB-	22/02/2000	B+
05/10/1994	B2	14/01/1999	B+	19/05/2000	BB-
30/11/1994	B1	09/08/2001	BB-	20/06/2002	B+
03/09/1998	B2	02/07/2002	B+	21/10/2002	B
16/10/2000	B1	17/09/2004	BB-	06/11/2003	B+
12/08/2002	B2	28/02/2006	BB	28/09/2004	BB-
09/09/2004	B1	16/05/2007	BB+	28/06/2006	BB
12/10/2005	Ba3	30/04/2008	BBB-	10/05/2007	BB+
31/08/2006	Ba2	17/11/2011	BBB	29/05/2008	BBB-
24/05/2007	Ba1	24/03/2014	BBB-	04/04/2011	BBB
22/09/2009	Baa3				
20/06/2011	Baa2				

Fonte: Ywata (2012) e Brazil 247 (2014). Elaboração própria.

A tabela mostra o histórico de todas as notas atribuídas ao Brasil ao longo dos anos. No caso brasileiro, notam-se algumas mudanças de classificações pontuais. Começando pelo aumento da nota entre 1994 e 1995, ele pode ser creditado à estabilidade provinda do plano real. O rebaixamento em 1998 foi consequência da crise asiática que arrebatou a maioria do mundo em desenvolvimento resultando, no caso brasileiro, na crise da desvalorização do real. O crescimento econômico e as políticas ortodoxas levaram, entre 2000 e 2001, à volta do

<sup>24</sup> Parte-se do suposto que os fundamentos macroeconômicos refletem as demais condições de cada país e, por conseguinte, podem ser utilizados como determinantes das classificações. Sendo assim, será testada a hipótese de Cantor e Packer (1996) de que os *ratings* dos países não tem relação clara com seus fundamentos macroeconômicos e, portanto, os últimos não podem ser utilizados para prever as atribuições dos *ratings* dos países.

*rating* ao patamar anterior a crise. Todavia, em 2002, houve a diminuição da classificação pela instabilidade política e possível ascensão da esquerda ao governo. Além disso, A partir de 2003, o governo readquiriu a credibilidade através da junção entre medidas ortodoxas e o bom cenário internacional atingindo o *rating* de nível de investimento em 2008, permanecendo nele até hoje.

As primeiras classificações do Brasil pelas agências de *rating* são paralelas ao período no qual se inicia a estabilidade econômica. O Brasil conseguiu frear a hiperinflação, sair da década perdida e reentrar no cenário econômico internacional no início dos anos noventa através da implementação de um plano de estabilidade econômica heterodoxo. Lembra-se que o grande idealizador foi Fernando Henrique Cardoso, que governou o país de 1994 a 2002, e que o Plano Real enfrentou três grandes crises no seu início: a Crise do México, em 1995; a Crise Asiática de 1997 a 1999; e a Crise da Rússia em 1998 que refletiram no Brasil com a desvalorização do real e o conseqüente rebaixamento da nota (CORSI,1999).

No final da década de noventa, ao meio da crise, os grandes investidores, com medo do risco decorrente do investimento em mercados emergentes, se voltam para as economias desenvolvidas, ocasionando assim a falta de divisas - como se percebe no ANEXO 3.

As crises em dominó, que envolveram o México, a Tailândia, a Coreia, a Rússia e o Brasil, vieram mostrar como a gestão econômica num mundo globalizado se tornou uma atividade tão difícil e arriscada e como esses países não estavam preparados para aguentar os choques provenientes de mercados globais. Num ambiente em que escasseia a transparência, a equidade e a eficiência e em que as decisões dos investidores oscilam rapidamente ao sabor de motivações de curto prazo, o capital torna-se altamente volátil e os governos são incapazes de impedir sua retirada (2012, YWATA, *apud* 2005:165, HESPANHA)

Sem os investimentos estrangeiros (a maior parte no mercado de capitais), o Brasil foi obrigado a aumentar sua taxa de juros, na tentativa de manter o capital de curto prazo no país, necessário para financiar o regime de bandas do Plano Real. Ver ANEXO 1-, indicando o aumento da taxa de juro SELIC no final de 1998 e início de 1999 (FILGUEIRAS; PINTO, 2004).

As baixas reservas internacionais (ANEXO 5) e o alto custo de manter o regime de bandas pressionaram o país a adotar o regime de câmbio flexível no início de 1999. A partir deste ano, a âncora cambial foi substituída pelas âncoras monetária e fiscal, através, respectivamente, da implementação da política de metas de inflação e da obtenção de elevados superávits primários nas contas públicas (FILGUEIRAS; PINTO, 2004).

Nota-se na Tabela 6 que as agências de *rating* rebaixaram a nota referente ao Brasil entre estes anos devido ao período de conturbações econômicas. Antes mesmo da desvalorização do real já havia sinais de insatisfação com relação ao país, observando-se, no ANEXO 8, o baixo

crescimento econômico brasileiro e, no ANEXO 9 o aumento do percentual da dívida externa brasileira com relação ao PIB devido às altas taxas de juros.

A *Moody's* rebaixou a nota do Brasil em 03/09/1998 para B2.

A agência de classificação de risco *Moody's*, uma das duas de maior prestígio no mundo, rebaixou ontem a sua nota para os investimentos feitos em títulos de renda fixa brasileiros. Os papéis da dívida externa brasileira e os bônus das empresas do país no exterior caíram de B1, classificação para investimentos listados como “especulativos”, para B2, nota para os chamados *junkbonds* – papéis com alto risco de calote. Os títulos da dívida interna brasileira foram rebaixados para uma nota ainda mais baixa, CAA1, porque oferecem um risco extra para o investidor estrangeiro: o de mudança na política cambial. (...) A *Moody's* justificou sua decisão em comunicado no qual cita o aumento na instabilidade do mercado financeiro como um problema para o país, dependente de recursos externos para fechar suas contas (O Globo, 5 de setembro de 1998, *apud* MARKOSKI; MOREIRA, 2010, p.200) .

A *Standard and Poors* modificou o *Outlook* do Brasil, em 1998, influenciando diretamente nos papéis brasileiros no mercado de capitais, o artigo do jornal “O Globo” comenta sobre o assunto:

(...) O rebaixamento das perspectivas econômicas do Brasil, anunciado ontem de manhã em Nova York por duas agências especializadas em avaliar a credibilidade de países, provocou a maior queda das ações brasileiras na bolsa de Wall Street nos últimos 12 meses. O baque foi tão pronunciado que para cada interessado em papéis havia nove vendedores. Até mesmo a Telebrás, a favorita dos investidores, recebeu um golpe duro: perdeu o equivalente a US\$ 8,19 por ação. Seu valor fechou em US\$ 51,31 (14,06% a menos). (...) A avalanche começou logo na abertura do mercado financeiro, quando a agência *Standard and Poor's* (S&P) de Nova York anunciou que acabara de pôr sob suspeita a capacidade do Brasil em honrar seus compromissos. (...) Ela afirmou que decidira rebaixar a perspectiva de progresso econômico do país de “estável para negativa”. Além disso, deixou no ar uma ameaça: disse que “a credibilidade do país poderá se deteriorar ainda mais, à medida que diminui a sua flexibilidade externa, a menos que o Governo implemente um pacote fiscal amplo, confiável e oportuno” (O Globo, 12 de setembro de 1998. *Apud* MARKOSKI; MOREIRA, 2010 p.214).

Percebe-se no teor utilizado pela agência a noção de alertas, pressões e ameaças destacada por Ywata (2012).

Na primeira quinzena de janeiro de 1999, o então presidente do Banco Central, Gustavo Franco, pediu demissão, e os boatos da possível desvalorização cambial cresceram. A S&P, desta vez, não mudou somente a perspectiva, e rebaixou efetivamente os títulos da dívida brasileira – *downgrade* que ocasionou o "efeito Brasil" influenciando nos títulos brasileiros da Bolsa de Nova York que fechou em queda no dia 15/01/1999 (FOLHA, 1999).

A agência de classificação de risco *Standard and Poor's* rebaixou ontem os títulos da dívida brasileira e as notas de vários bancos da América Latina, em consequência da desvalorização do real. Em um comunicado, a agência explicou que a decisão se baseia no “aumento dos riscos relacionados com a recuperação financeira do Brasil por causa dos efeitos do rating soberano brasileiro sobre o Ibovespa

modificações na política cambial decretada na quarta-feira, no contexto de um programa de reforma ainda em andamento e de uma confiança muito frágil dos mercados”. (O Globo, 16 de janeiro de 1999. *Apud* MARKOSKI; MOREIRA, 2010, p.200-201)

Todavia, já nos anos subsequentes, entre 2000 e 2001, agências de classificação de risco voltaram a aumentar os *outlooks* e as notas de *rating* soberano para o país alegando a manutenção de políticas ortodoxas. Notam-se indicadores econômicos melhores nos ANEXOS 3, 4, 5 e 9.

Pouco mais de um ano após a desvalorização do real, o Brasil está conseguindo melhorar a sua posição no mercado internacional. O êxito no controle da inflação e no combate ao déficit público e a previsão de crescimento da economia acima do esperado levaram a empresa de classificação de risco *Standard and Poor's* (S&P) a anunciar ontem uma mudança na perspectiva de risco do país de “estável” para “positiva” (O Globo, 2 de março de 2000 *apud* MARKOSKI; MOREIRA, 2010, p.201).

Apesar da melhora relativa da economia brasileira entre 2000 e 2001, a crise que o Brasil passou no segundo mandato do então presidente FHC é fundamental para entender o porquê dos resultados das eleições de 2002. Ela enfraqueceu o governo, diminuiu os principais índices econômicos como queda na taxa de crescimento (ANEXO 8), e o aumento da dívida pública (ANEXO 10) que passou de, em média, 14,91% do PIB, em 1997, para 28.33%, em 1999. De dezembro de 1998 para janeiro de 1999 (período no qual ocorreu a desvalorização), o percentual da dívida pública sob o PIB aumentou 7% de um mês para o outro.

Até então, o governo do país cumpria, em suas políticas macroeconômicas, na medida do possível, os preceitos ortodoxos. Entretanto, as eleições de 2002 trouxeram uma realidade inédita ao Brasil, em que o presidente reeleito, detentor da maior máquina possível de votos, não poderia mais permanecer no cargo. Com o contexto político conturbado, Fernando Henrique Cardoso, do Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB), apoiava a candidatura do então ministro da saúde, José Serra. Porém, na frente nas pesquisas eleitorais estava o candidato de esquerda, Luiz Inácio Lula da Silva, em sua quarta tentativa de vencer as eleições presidenciais (FOLHA, 2002).

A desconfiança com relação às possíveis medidas a serem tomadas por Lula, caso eleito, fez com que o “risco Brasil” aumentasse consideravelmente. Neste contexto, a fim de acalmar os investidores e os setores com tendências mais conservadoras, Lula reafirma a manutenção de uma política econômica consciente e assina a “Carta ao Povo Brasileiro” do dia 22 de junho de 2002, na qual expõe:

Estamos conscientes da gravidade da crise econômica. Para resolvê-la, o PT está disposto a dialogar com todos os segmentos da sociedade e com o próprio governo, de modo a evitar que a crise se agrave e traga mais aflição ao povo

brasileiro. Superando a nossa vulnerabilidade externa, poderemos reduzir de forma sustentada a taxa de juros. Poderemos recuperar a capacidade de investimento público tão importante para alavancar o crescimento econômico. Esse é o melhor caminho para que os **contratos sejam honrados** e o país recupere a liberdade de sua política econômica orientada para o desenvolvimento sustentável (Luiz Inácio Lula da Silva, Carta ao Povo Brasileiro, 2002. Grifo nosso).

Além disso, o candidato aliou-se a setores de direita e teve, como vice na chapa, José Alencar Gomes da Silva, 71, político mineiro do Partido Liberal, que era muito bem visto pelos empresários.

Apesar disso, a possibilidade real da eleição de um presidente com tendências socialistas e de estatização gerou insegurança com relação ao futuro da economia brasileira.

Continuaremos ouvindo atentamente os pronunciamentos dos vários candidatos presidenciais e seus partidários para detectar sinais de comprometimento com a responsabilidade fiscal e o cumprimento dos contratos [...]. Do lado político, os riscos continuam, pois permanece indefinido quem assumirá a liderança do próximo governo, se o próximo presidente tentará mudar o curso da política econômica, se a nova equipe terá habilidade para governar, incluindo a administração das expectativas do mercado financeiro (Relatório Fitch de 14/08/2002. *Apud* Ywata 2012, p.220).

Os principais indicadores econômicos que mediam o nervosismo do mercado - a taxa de juros e a inflação - dispararam. Como mostra o ANEXO 1, em agosto o IPCA estava em 5,4% a.a., aumentou para 6,28% a.a. em setembro, depois, com a disputa do primeiro turno foi a 8,94% a.a. em outubro (IPEA, 2014). Outro índice que mudou drasticamente foi a taxa de câmbio atingindo quase 4 reais/dólar no final de 2002 (ANEXO 7).

Havia incerteza no que concerne à continuidade da política que o governo estava adotando, o que trouxe medo aos investidores e, conseqüentemente, todas as agências baixaram as notas de *rating* do Brasil em 2002, mesmo depois da carta de comprometimento de Lula.

A Fitch mudou duas vezes no mesmo ano, a nota brasileira passou de BB- para B+ em 20/06/2002 e para B em 21/10/2002:

A agência de classificação de risco *Fitch* reduziu o *rating* da dívida soberana brasileira de longo prazo em moeda nacional e estrangeira. A nota passou de B+ para B, com perspectiva negativa, ou seja, pode ser reduzida novamente. Segundo a agência, a decisão reflete “uma piora nos fundamentos de crédito, determinada pelas persistentes incertezas quanto à continuidade das políticas econômicas e sustentabilidade da dívida, em razão da transição política” (O Globo, 23 de outubro de 2002. *Apud* MARKOSKI; MOREIRA, 2010).

S&P seguiu a tendência e em 02/07/2002 rebaixou o país de BB- para B+:

A Agência *Standard and Poor's* é a terceira, em menos de duas semanas, a mudar a avaliação do país devido ao endividamento público. A *Standard and Poor's*

(S&P) rebaixou ontem à noite a nota de crédito do Brasil, de BB- para B+. No último dia 20, a Fitch rebaixou a nota brasileira e a *Moody's* mudou de estável para negativa sua perspectiva para o país. A decisão da S&P foi anunciada após o fechamento dos mercados, que tiveram ontem mais um dia de forte oscilação. Segundo a S&P, a decisão de rebaixar a nota brasileira reflete a piora no perfil da dívida pública do país (O Globo, 4 de julho de 2002. *Apud* MARKOSKI; MOREIRA, 2010).

Em meio ao nervosismo do mercado financeiro, o povo brasileiro votou e, no dia 27 de outubro de 2002, com 53 milhões de votos, Luiz Inácio Lula da Silva foi eleito presidente da República Federativa do Brasil. Na capa de um dos principais jornais brasileiros, apareceram os dizeres “Lula e o PT levam esquerda ao poder” (FOLHA, 2002).

O resultado final das eleições elevou 3,5 percentuais a inflação em um mês chegando a 12,47 % a.a. em novembro. Em dezembro, no auge da incerteza com relação às políticas futuras, atingiu 13,24% a.a. Entretanto, a fim de espantar o fantasma inflacionário e demonstrar o comprometimento macroeconômico, o novo governo mantém taxas de juros extremamente altas. Durante os primeiros oito meses do governo petista, a média da taxa de retorno de investimento do capital foi de 25,58% a.a., o mínimo nestes meses foi de 23,50% a.a. medida em agosto quando a inflação já estava em patamares bem mais baixos, beirando os 6,32% a.a. Portanto, a taxa de juros real do Brasil (SELIC (-) IPCA) atingiu valores gigantescos de quase 20% a.a como mostra o ANEXO 4. (IPEA, 2014)

Com relação à estratégia do Partido dos Trabalhadores para com as agências de *rating*. Ywata (2012) ressalta que a primeira era de não enfrentá-las e nem ao mercado (o que ocorreu principalmente no primeiro mandato entre 2002-2006); seguida pela busca do grau de investimento (foco do segundo mandato 2006-2010).

No ano de 2003, ainda havia grande desconfiança na comunidade internacional com relação ao Brasil, demonstrada no baixo investimento externo (direto e de portfólio) se comparado com os anos subsequentes. No ANEXO 2 de IED é bem perceptível esta mudança entre 2002 e 2003. No ANEXO 3 que mostra o investimento em carteira de estrangeiros no Brasil, nota-se um período relativamente longo com constante saída de capital entre 2002 e 2003.

Este ano foi estratégico para emitir os sinais para à comunidade financeira internacional de que o novo governo manteria a responsabilidade sobre as contas públicas, tanto internas quanto externas. O governo fez medidas para demonstrar maior segurança à comunidade internacional, como a elevação e manutenção da taxa de juros (trouxe grande quantidade de capital externo de curto prazo) e o aumento da meta de superávit primário, a qual passou a ser de 4,25% do PIB. Estas medidas foram uma demonstração de que os riscos

de renegociação estariam descartados e que o governo cumpriria com seus acordos (BALISTIERO, 2006).

A eleição de Lula para a presidência do Brasil em outubro de 2002 foi um momento histórico na história brasileira, quando um partido de esquerda chega ao poder com uma política econômica de direita. Em termos gerais, o resultado ótimo no contexto latino-americano, e também em muitos contextos políticos mundiais, é quando um partido com simpatias pela “democracia social” chega ao poder e implementa uma agenda orientada para o mercado. [...] É isso o que ocorreu no Brasil (Relatório Fitch de 05/01/2005. *Apud* Ywata 2012, p. 232).

Portanto, o presidente Luiz Inácio Lula da Silva manteve a estratégia de manutenção da estabilidade macroeconômica do país e a consolidou no tripé: aprofundamento do aperto fiscal, consolidação do regime de flutuação cambial e manutenção da austeridade monetária (BALISTIERO, 2006).

Nas eleições seguintes para a presidência o cenário era totalmente diferente.

Hoje espera-se que as eleições de outubro de 2006 não tragam maiores comoveções, independentemente do vencedor [...].O ruído político [...] é inevitável que cresça com a proximidade das eleições. No entanto, não há hoje a expectativa de que isso se traduza por mudança na direção ou nos padrões dos gastos do governo [...]. Dificilmente haverá um choque como se viu em 2002 (Relatório Fitch de 17/06/2005. *Apud* Ywata 2012, p. 233).

Deste modo, entre 2003 e 2007 todas as agências de *rating* aumentaram a nota brasileira, mais de uma vez. Os principais fatores para este aumento contínuo da classificação brasileira foi a melhora dos indicadores econômicos causada, principalmente, pelo contexto internacional propício ao Brasil. Houve melhora nos índices como: estabilização da inflação e taxa de juros (ANEXO 1) e diminuição da taxa de juros real (ANEXO 4); crescimento do PIB per capita (ANEXO 6) e alto crescimento da economia (ANEXO 8); diminuição do percentual dívida externa com relação ao PIB atingindo, em julho de 2006, valores negativos (ANEXO 9). Todos estes fatores acarretaram no: aumento das reservas internacionais, principalmente, a partir de 2005 (ANEXO 5); aumento do IED (ANEXO 2) e do investimento estrangeiro em carteira (ANEXO 3). Sendo este um círculo virtuoso na economia.

A Fitch Ratings em 10 maio 2007 elevou a nota de risco de crédito do Brasil de ‘BB’ para ‘BB+’, com perspectiva estável (melhor nota do ‘grau especulativo’, como Azerbaijão, Egito, El Salvador, Guatemala, Macedônia, etc.) e colocou o País a apenas a um nível do ‘grau de investimento’ (de ‘BBB-’, qualidade boa, como Rússia, México, Índia, etc., a ‘AAA’, a melhor qualidade de crédito, somente EUA) (Folha de S. Paulo, São Paulo, 11 maio 2007, p. B5).

O Brasil mostra capacidade de enfrentar potenciais choques de origem externa, mas, para receber o ‘grau de investimento’, precisa implementar as mudanças capazes de permitir a alavancagem do crescimento, como desburocratização, reforma tributária e a independência das agências reguladoras e do Banco Central. Deve ainda aumentar o esforço fiscal e fazer a reforma da previdência, observa Rafael Guedes, diretor-executivo da Fitch (id.).

A Standard & Poor’s (S&P) em 16 maio 2007 também veio a melhorar a

classificação do risco da dívida em moeda estrangeira do Brasil. O 'up grade', de 'BB' para 'BB+', com perspectiva positiva, coloca os papéis brasileiros apenas a um degrau do 'grau de investimento'. A S&P também melhorou a classificação do risco da dívida em reais (dívida interna) e já a situou no 'grau de investimento' (de 'BB+' para 'BBB'). Todos os indicadores do Brasil melhoraram, como, por exemplo, a dívida externa em relação às exportações e a dívida total em relação ao PIB, assinala Lisa Schineller, da S&P. O acúmulo de reservas internacionais funciona como um colchão de liquidez e reduz a vulnerabilidade a choques externos, acrescenta ela (Valor, São Paulo, 17 maio 2007, p. C1).

A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) elevou a avaliação de risco do Brasil de '4' para '3' ('0' é o menor risco e '7', o maior). Com a nova nota, a Agência Suíça Contra Riscos à Exportação (SERV) reduziu o prêmio de risco de 3,425% para 2,36% nas operações com prazo de cinco anos para o setor público e para as melhores empresas privadas brasileiras. O risco-Brasil, medido pela OCDE, agora é semelhante ao da Rússia, Índia, África do Sul, Bahamas, Argélia, Hungria, Marrocos, Tunísia e Panamá (Valor, São Paulo, 16 jul. 2007, p. C2).

A Moody's elevou a nota soberana do Brasil de 'Ba2' para 'Ba1', classificação ainda abrangida pelo 'grau especulativo', mas a um degrau do 'grau de investimento' ('investment grade'). A medida igualou a avaliação da Moody's à de outras agências de risco, como a Standard & Poor's (S&P) e a Fitch Rating (Folha de S. Paulo, São Paulo, 24 ago. 2007, p. B1).

O país atingiu o tão sonhado grau de investimento em 2008.

Em 30/04/2008, a S&P promovia o Brasil a *investment grade*, alegando previsibilidade e o pragmatismo das políticas no Brasil; a transparência de suas instituições; a manutenção de uma política macroeconômica consistente – regime de câmbio flutuante e uma estrutura de metas de inflação – lue se seguiu a transição política de 2002-2003. Em 29/05/2008, a Fitch promoveu o país com base na melhora das contas externas, na estabilidade macroeconômica, em perspectivas favoráveis de crescimento do PIB e na consolidação da autonomia operacional do BC. Em 22/09/2009, a Moody's promovia o país a grau de investimento, com base na capacidade de resistência da economia brasileira em meio a um cenário internacional adverso, na estabilidade da dívida pública e na ausência de pressões sobre o sistema bancário local. (2012, YWATA, p.240-241)

Em 2011, ocorreu mais uma alteração por todas as agências com relação à classificação brasileira. Elas aumentaram mais ainda a nota, a *Fitch* (04/04/2011), a *Moody's* (20/06/2011) e a S&P (17/11/2011). Este ano marca a eleição da presidente Dilma e as políticas fiscais restritivas do pós crise foram bem aceitas pelas agências.

Apesar da mudança do governo, houve continuidade nas políticas levando ao aumento nas três notas das principais agências. "A transição de poder para o governo (Dilma) Rousseff tem sido suave, e o consenso sobre as políticas macroeconômicas responsáveis continua bem ancorado", disse em comunicado Shelly Shetty, diretora de *rating* para a América Latina da Fitch. "Além disso, o governo Dilma tem mostrado sinais de maior contenção fiscal, o que somado a perspectivas saudáveis de crescimento pode permitir uma queda da pesada dívida do governo do país." (FITCH, 2011)

Todavia, a conjuntura internacional de recessão do sistema levou à diminuição de



crescimento econômico nos últimos anos e à dificuldade em manter a meta de inflação. Consequentemente, em junho de 2013 a S&P alterou o *Outlook* brasileiro para negativo e, em 24/03/2014 confirmou o rebaixamento da nota de “BBB” para “BBB-”. Apesar da queda o Brasil continua no grau de investimento da agência.

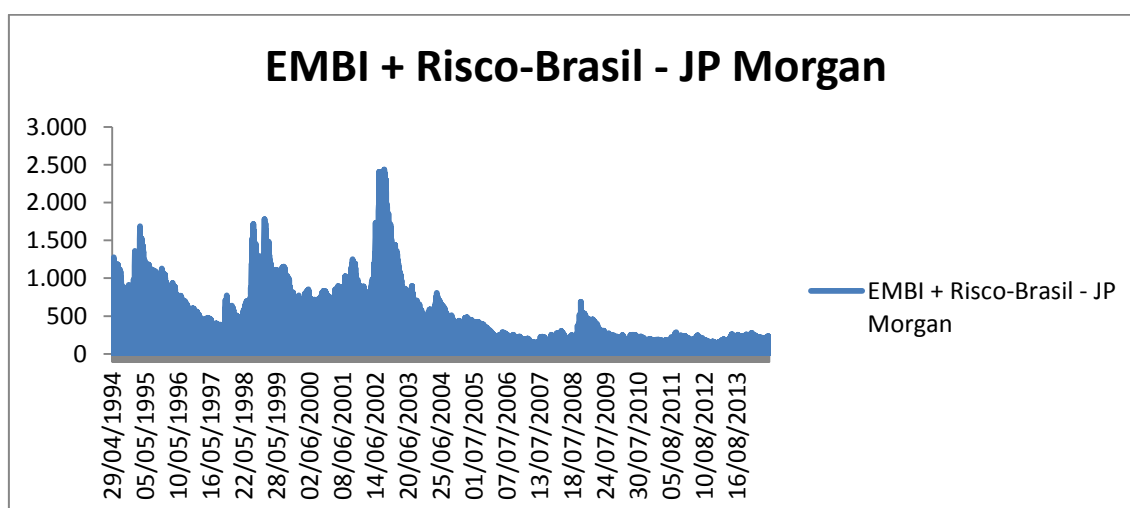
A política controversa do governo, com implicações negativas para as contas públicas e a credibilidade da política econômica, somada às estimativas de desaceleração nos próximos dois anos continuar a pressionar a flexibilidade das políticas e o desempenho do Brasil. (Relatório S&P, 2014)

#### 4.1.2 OUTRAS CONSIDERAÇÕES

Além das notas de *rating* que avaliam o risco país do Brasil, é importante notar também a classificação dada pelo EMBI da J.P. Morgan. É interessante ressaltar que mesmo neste índice quantitativo observam-se às mesmas modificações do índice qualitativo feito pelas agências de *rating*.

Em sua metodologia, o EMBI é um índice quantitativo expresso em basis-point, a cada 100 pontos da nota do país em questão, corresponde a 1% a mais que a taxa de juros deve ser paga a mais do que o retorno do título do tesouro estadunidense considerado a base para a análise, pois é o mais seguro do mundo. Abaixo o gráfico da evolução da taxa brasileira desde quando o índice começou a ser feito para o Brasil.

Gráfico 1 – Evolução do Índice EMBI+ para o Brasil



Fonte: Ipea Data (2014). Elaboração própria.

O gráfico mostra que, nos mesmos períodos de relativa conturbação política e/ou econômica que causaram mudanças nas classificações dos *ratings* brasileiros, houve alterações significativas neste índice. Entre 1998 e 1999 a taxa de juros calculada pela JP Morgan era em torno de 15% a.a., chegando a atingir no dia 14/01/1999 o índice de 1.779

pontos. Em 2002, com a agitação política chegou a mais de 20% a.a, com o pico de 2.406 pontos no dia 30/07/2002. Depois disso, o índice estabilizou tendo um pequeno aumento durante a crise de 2008, a qual causou retirada de divisas em todo o mundo em desenvolvimento.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

A estratégia de crescimento da nova ordem econômica internacional pautada na grande mobilidade de capitais de um sistema financeiro desregulamentado levou ao destaque de atores não estatais tais como os investidores institucionais e as agências de *rating*. O objetivo geral do trabalho foi o de avaliar como estas agências influenciaram as políticas domésticas do Brasil e, nesta direção, faz-se necessária uma breve recapitulação dos assuntos estudados.

Primeiramente foi feito um resumo histórico teórico das relações internacionais a fim de demonstrar como a evolução da complexidade dos temas do sistema internacional influenciou na elaboração de teorias capazes de explicá-la, e resultou no surgimento de novos atores internacionais. Desta maneira, o estudo da combinação de política e economia – Economia Política Internacional – foi primordial para a compreensão do destaque recente das agências de *rating*. Ainda no capítulo de fundamentação teórica explanou-se sobre a teoria de Eiiti Sato (2012) da Ordem Econômica Internacional, a qual foi base de todo o trabalho, que destaca os fatores tangíveis – regime financeiro/comercial/monetário - e intangíveis – estratégia de crescimento e padrão de distribuição da riqueza e do poder – de uma OEI. Ademais, foi feito o histórico das ordens internacionais a fim de compreender quais as mudanças que levaram ao sistema atual.

A alteração de dinâmica do investimento internacional foi causada pela financeirização e globalização, provenientes da ordem resultante da crise na década de setenta. A acumulação de riqueza através do “capital fictício” só foi possível pela: introdução de instrumentos financeiros - tais quais os derivativos e a securitização de ativos –; revolução tecnológica; mudança na dinâmica financeira com destaque dos títulos públicos; e ascensão dos novos atores institucionais no mercado financeiro.

Nesta conjuntura, as agências de *rating* são percebidas pelos investidores internacionais como fonte informação de segurança para os investimentos. Entretanto, no capítulo 3, relataram-se as preocupações provenientes do poder passado a este novo ator, principalmente com relação às suas fontes de renda que geram conflitos de interesses e aos seus critérios de avaliação que são pautados na ordem neoliberal. A fim de exemplificar os equívocos que as agências já cometeram foi trazido o caso da crise recente do *subprime* estadunidense que afetou todo o sistema. Assim, foi visto como elas foram coniventes com as suas classificações não conseguindo prever a crise e sendo, ainda, usadas pelas empresas/governos a fim de dar credibilidade aos seus títulos.

Por fim, foi analisado o caso brasileiro e a evolução das classificações do país. Através de relatórios, notícias de jornais e índices econômicos, conclui-se que as agências possuem efetiva influência com relação às políticas macroeconômicas domésticas. Demonstra-se que um *downgrade* ou mudança o *outlook* para baixo aumenta efetivamente as crises já instauradas no país como nos casos de 1998 e 2002 sendo fator potencializador de saída de capital. Os *upgrades*, por outro lado, mostraram-se mais atrasados com relação ao mercado, sendo atribuídos quando diversos índices econômicos já demonstram sinais de melhora.

Portanto, no regime financeiro da nova ordem econômica internacional neoliberal, as agências de *rating* assumem o papel de fiscalizadores das políticas macroeconômicas domésticas. Através de suas classificações e de seus relatórios expressam conselhos, sugestões, alertas, pressões e até ameaças a fim de impor o regime financeiro vigente.

O regime neoliberal decide, mediante instrumentos como o *investment-grade* – amparado por uma tecnicidade exótica que considera unicamente o resultado final quanto à competência de pagar as dívidas internacionais – quem se comportou conforme as expectativas, quem estará incluído ou excluído do jogo global; aqueles últimos sofrerão as duras sanções naturais do fluxo de investimentos internacionais, geneticamente estruturados para terem coração de passarinha e pernas de lebre. Gestão monetária de acordo com as regras do FMI, reformas políticas ditadas por objetivos econômicos, metas rígidas de inflação, orçamento superavitário, liberalização do comércio, liberdade de capitais, Estado social reduzido ao mínimo, são condições indispensáveis para uma boa pontuação. Se essas políticas conduzem a crises – a Argentina é o exemplo paradigmático – o país que assuma sozinho o risco de ter se comportado como lhe foi sugerido. O sistema internacional lava as mãos dentro da melhor tradição de que o sucesso tem vários pais, mas o fracasso é órfão. (Dupas, 2005, p. 28)

Vislumbra-se, assim, que as classificações das agências de *rating* são um instrumento do sistema internacional que visa legitimar, dar sustentação e credibilidade às políticas tidas como adequadas guiando os investidores internacionais na alocação de seus recursos, sem maiores preocupações com as possíveis consequências que elas possam ter.

## REFERÊNCIAS

ALEXANDRE, Isabel. Emissão de valores mobiliários e ofertas públicas em tempos de crise. Natal: Seminário, 2013. Disponível em: <<http://www.bcv.cv/vPT/Mercado%20de%20Capitais/seminariov/Documents/NOTA%C3%87%C3%95ES.pdf>>. Acesso em: março de 2014.

\_\_\_\_\_. / DINIZ, Ana, “O Regulamento (CE) n.º 1060/2009 e o problema da qualidade e da necessidade das notações de risco: o caso particular da dívida soberana”, in Revista do Ministério Público, n.º 127, 2011, pp. 119-177, e n.º 128, pp. 9-82.

AZEVEDO, Simone. Risco de Credibilidade. São Paulo: Revista Capital Aberto, ano 2, n. 16, dezembro, 2004.

BENMELECH, Efraim; DLUGOSZ, Jennifer. *The Credit Rating Crisis*. Nber Macroeconomics Annual, Chicago, v. 24, p.161-207, abr. 2010. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c11794.pdf>> Acesso em: abril de 2014.

BALISTIEIRO, R. Política Econômica do Governo Lula: Avaliações e Tendências. Revista Eletrônica da FIA. Vol. II N. 2 Jul – Dez / 2006 pp. 22 -31.

BARFIELD, Claude E. (org.) *International financial markets: harmonization versus competition*. Washington, E.U.A.: The AEI Press, 1996.

BELLUZO, Luiz Gonzaga de Mello. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados "globalizados". Economia e Sociedade, Campinas, v. 3, p.11-20, jun. 1995.

BENJÓ, Isaac. Fundamentos de Economia da Regulação. Rio de Janeiro: Thex Ed., 1999.

BIBOW, J. *Financialization of the U.S. household sector: The “subprime mortgage crisis” in the U.S. and global perspective*. Survey by order of Macroeconomic Policy Institute (IMK) in the Hans-Boeckler-Foundation. Dusseldorf, Junho de 2010.

BOYER, Robert. A Teoria da Regulação: uma Análise Crítica. São Paulo: Nobel, 1990.

CANTOR, R.; PACKER, F. *Determinants and impact of sovereign credit ratings*. FRBNY Economic Policy Review, Oct. 1996.

CANUTO, O. ; FERREIRA JR, R. R. . Assimetrias de informação e ciclos econômicos: Stiglitz é Keynesiano?. Ensaio FEE, v. 20, n.2, 1999.

CARDOSO, Marco Aurélio Santos. Rating de Crédito: O Papel das Agências Especializadas. Rio de Janeiro: Cadernos Discentes COPPEAD, n. 1, p.92-104, 2000.

CARR, Edward H. Vinte anos de crise (1919-1939). Brasília/São Paulo: Editora UnB/Imprensa Oficial, 2001.

CARVALHO, Gabriel Siqueira Eliazar de. Regulamentação e responsabilidade das agências de rating. Jus Navigandi, Teresina, ano 17, n. 3273, 17 jun. 2012. Disponível em: <<http://jus.com.br/artigos/22003>>. Acesso em: julho de 2014.

CHANG, Ha-Joon (1997). *The Economics and Politics of Regulation*. Cambridge Journal of Economics, v.21 n. 6, pp. 703-728.

CHESNAIS, François (Org.). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã Vm, 1998.

CHOI, J. Jay; PAPAIOANNOU, Michael G.. *Credit, Currency or Deratives: Instruments of Global Financial Stability or Crisis?*. Wagon Lane: Emerald, 2009.

CLAUDE, Inis L., Jr., ed. *States and the Global System: Politics, Law, and Organization*. Basingstoke. U.K., and New York, 1988.

COHEN, Benjamin J. *A questão do imperialismo – a economia política da dominação e dependência*. Rio de Janeiro: Zahar, 1976.

CANTOR, Richard; PACKER, Frank. *The Credit Rating Industry*. FRBNY Quaterly Review. Summer-Fall, 1994. Disponível em: <[http://www.newyorkfed.org/research/quarterly\\_review/1994v19/v19n2article1.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/quarterly_review/1994v19/v19n2article1.pdf)> Acesso em: junho de 2014

DUPAS, Gilberto. *Atores e poderes na nova ordem global: assimetrias, instabilidades e imperativos de legitimação*. São Paulo: Editora Unesp, 2005.

EVANS, David; SALAS, Caroline. *Flawed Credit Ratings Reap Profits as Regulators Fail*. Bloomberg, abr. 2009. Disponível em <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=au4oIx.judz4>> Acesso em: junho de 2014.

FARHI, M. *Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem*. Revista Economia e Sociedade, Campinas, v.13, p.93-114, dez. 1999.

\_\_\_\_\_, M; BORGHI, Roberto Alexandre Zanchetta. *Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes*. Estudos Avançados, São Paulo, v. 23, p.169-188, 2009.

FRAZÃO SOARES, Carla de Almeida. *Da possibilidade de Regulamentação das Agências de Rating no Brasil*, julho de 2005. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie\\_ufrj\\_cvm/Carla\\_de\\_Oliveira\\_Frazaio.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie_ufrj_cvm/Carla_de_Oliveira_Frazaio.pdf)> Acesso em: abril de 2014.

FILGUEIRAS, L; PINTO, E.C. *GOVERNO LULA: Contradições e Impasses da Política Econômica*. Disponível em: <[www.ie.ufrj.br/hpp/intranet/pdfs/governo\\_lula...\\_sep2004.pdf](http://www.ie.ufrj.br/hpp/intranet/pdfs/governo_lula..._sep2004.pdf)>. Acesso em: junho de 2012.

FINANCIAL CRISIS INQUIRY REPORT. *Final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States*. Washington, DC: US Government Printing Office, jan. 2011

FITCH, *webpage*. Disponível em: <[www.fitchratings.com.br](http://www.fitchratings.com.br)> Acesso em: fevereiro de 2014.

FOSTER, John Bellamy; MAGDOFF, Fred. *The Endless Crisis*. New York, Monthly Review Press, 2012.

FOLHA. Banco Santos põe em dúvida agências de risco. Mercado. Brasília, 2004.

\_\_\_\_\_. “Efeito Brasil” faz bolsa de NY cair 2,45%. Mercados. Nova York, 1999.

\_\_\_\_\_. Após três eleições, Lula chega à Presidência da República. Poder. São Paulo, 2002.

GILPIN, Robert. *The Political economy of international relations*. Princeton: Princeton University Press, 1987.

HESPANHA, Pedro. Mal estar e risco social num mundo globalizado: novos problemas e novos desafios para a teoria social. Em SOUSA SANTOS, Boaventura (org.). *A globalização e as ciências sociais*. São Paulo: Cortez, 2005.

HOBBS, Thomas. *Leviatã*. Tradução de João Paulo Monteiro e Maria Beatriz Nizza da Silva. São Paulo: Abril Cultural, 1979.

HUNT, John P., Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement. *Columbia Business Law Review*, Vol. 2009, No. 1. Available at SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1267625>>

GARCIA JUNIOR, Renê. Os fundamentos econômicos para uma teoria da regulação em Mercado de Capitais em Processo de Globalização. *Rio de Janeiro: Revista da CVM*, n.34,p.13-25, jan.2002

GLASSDOR, *webpage*. Disponível em <[www.glassdoor.com/Salary](http://www.glassdoor.com/Salary)> Acesso em: junho de 2014.

GUTTMANN, Robert. *As mutações do capital financeiro*. São Paulo: Xamã Vm, p. 61-96, 1998.

\_\_\_\_\_. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. *Novos estudos*. CEBRAP n.82 São Paulo: Nov. 2008

HERZ, John. *Political Realism and Political Idealism: a study in Theories and Politics*, v.2, n.2, 1950.

JAKOBSEN, Kjeld. *Comércio internacional e desenvolvimento: Do GATT à OMC – discurso e prática*. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2005.

JIANG, J.(Xuefeng), et al., *Does it matter who pays for bond ratings? Historical evidence*. *Journal of Financial Economics* (2012), <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.04.001>

KANT, Immanuel. *Para a paz perpétua: um esboço filosófico*. In: GUINSBURG, J. (Org.). *A paz perpétua, um projeto para hoje*. São Paulo: Perspectiva, 2004.

KEOHANE, Robert; NYE, Joseph. *Power and interdependence: world politics in transition*. Boston: Little Brown, 1977.

KRASNER, Stephen D. Regimes and the limits of realism: regimes as autonomus variables. *International Organization*, Volume 36, Issue 02, Spring 1982. pp 497-510.

LEITÃO, M. Tópicos da Crise. *O Globo*. Rio de Janeiro, 5 de setembro de 1998.

LEVICH, R.M; MAJNONI, G; e REINHART, C (eds.). *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*. Kluwer Academic Publisher, 2002.

MAQUIAVEL, Nicolau. *A arte da guerra*. São Paulo: Martins Fontes, 2006.

MARKOSKI, Ângela Silva; MOREIRA, Roberto Moreno. Efeitos do rating soberano brasileiro sobre o Ibovespa: observações entre janeiro de 1994 e junho de 2003. *Revista do BNDES*, São Paulo, v. 33, p.177-232, jun. 2010.

MOODY'S, *webpage*. <<http://www.moodys.com.br>>

NOGUEIRA, João Pontes; MESSARI, Nizar. *Teoria das Relações Internacionais: correntes e debates*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

NYE, Joseph S. *Cooperação e conflito nas relações internacionais: uma leitura essencial para entender as principais questões da política mundial*. São Paulo: Gente, 2009.

O GLOBO. Agência dos EUA melhora avaliação de risco do Brasil. Rio de Janeiro, 3 de abril de 1997, *Caderno de Economia*.

———. BNDES impede uma nova baixa recorde na bolsa. Rio de Janeiro, 5 de setembro de 1998, *Caderno de Economia*.

———. Reclassificação derruba bolsas na América Latina. Rio de Janeiro, 5 de setembro de 1998, *Caderno de Economia*.

———. Nervosismo com rebaixamento. Rio de Janeiro, 5 de setembro de 1998, *Caderno de Economia*.

———. Novo rebaixamento atinge *Wall Street*. Rio de Janeiro, 12 de setembro de 1998, *Caderno de Economia*.

———. S & P rebaixa classificação de títulos do país. Rio de Janeiro, 15 de janeiro de 1999, *Caderno de Economia*.

———. Medo do ajuste faz Fitch rebaixar o Brasil pela primeira vez. Rio de Janeiro, 28 de janeiro de 1999, *Caderno de Economia*.

———. Bolsa de SP sobe em dia de rumores. Rio de Janeiro, 4 de outubro de 2000, *Caderno de Economia*.

———. Crise no Oriente Médio inibe reação do mercado. Rio de Janeiro, 17 de outubro de 2000, *Caderno de Economia*.

———. Moody's melhora classificação de risco do Brasil. Rio de Janeiro, 17 de outubro de



2000, Caderno de Economia.

———. Greenspan pisa no acelerador. Rio de Janeiro, 5 de janeiro de 2001, Caderno de Economia.

———. S & P rebaixa classificação da dívida brasileira. Rio de Janeiro, 4 de julho de 2002, Caderno de Economia.

———. Crise cambial: agência reduz nota. Caderno de Economia. Rio de Janeiro, 23 de outubro de 2002.

PADOAN, P.C. *The political economy of international financial instability*. London: C. Helm, 1986.

PLIHON, Dominique. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano. São Paulo: Xamã Vm, p. 97-139, 1998.

PORTAL DO INVESTIDOR. Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu\\_Investidor/derivativos/Derivativos\\_introducao.html](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/derivativos/Derivativos_introducao.html)> Acesso em: agosto de 2014.

REGULAMENTO (CE) DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO. Regulamento nº 1060/2009, de 2009. Disponível em <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:PT:PDF>>. Acesso em: maio de 2014.

RODRIGUES, T. M. S. . *Relações Internacionais*. 01. ed. Florianópolis/Brasília: , 2012. v. 01. 172p.

ROJAS-SUAREZ, Liliana. *Rating Banks In Emerging Markets: What Credit Rating Agencies Should Learn From Financial Indicators*. Washington, Estados Unidos: Institute for International Economics, Working Paper No. 01-06.

ROSENAU. Governança, ordem e transformação na política mundial. In: ROSENAU, J.; CZEMPIEL. *Governança sem governo*. Brasília: Universidade de Brasília, 2000.

SATO, *Economia e Política das Relações Internacionais*. Belo Horizonte: Fino Traço, 2012.

SILVA, L.I. Carta ao Povo Brasileiro - Discurso. Disponível em: <[www2.fpa.org.br/carta-ao-povo-brasileiro-por-luiz-inacio-lula-da-silva](http://www2.fpa.org.br/carta-ao-povo-brasileiro-por-luiz-inacio-lula-da-silva)>. Acesso em: junho de 2014.

SIMON, Silvana Aline Soares. De Bretton Woods ao plano Marshall: a política externa norte-americana em relação à Europa (1944-1952). *Relações Internacionais no Mundo Atual*, v.2, n.14, 2011.

STANDARD & POOR'S (2001a, julho 23). Risco soberano e ratings acima do soberano. Critérios – Comentários. Ratings de crédito: soberanias. <<http://www.santandarandpoors.com.br>>. Acesso em: 15/05/2014.

STIGLITZ, J. E. *Information and economic analysis; a perspective. Economic Journal*; v. 95, p.21-41, 1985a.

TAVARES, Maria da Conceição; Fiori, Jose Luis [Orgs.]. *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, RJ. Vozes, 1998

VOGEL, Steven K. *Freer Markets, More Rules*. Ithaca NY, Cornell University Press, 1996.

YWATA, Ricardo K.. *Ordem mundial e agências de rating: o Brasil e as agências na era global (1996-2010)*. São Paulo: Senac, 2012. 320 p.

YOUNG, Oran R.. *Regime Dynamics: The Rise and Fall of International Regimes*. International Organization, Cambridge, v. 36, n. 2, p.277-297, maio de 1982.

YOUNGLAI, Rachele; COSTA, Ana da. *Insight: When ratings agencies judge the world*. Reuters: agosto de 2011.

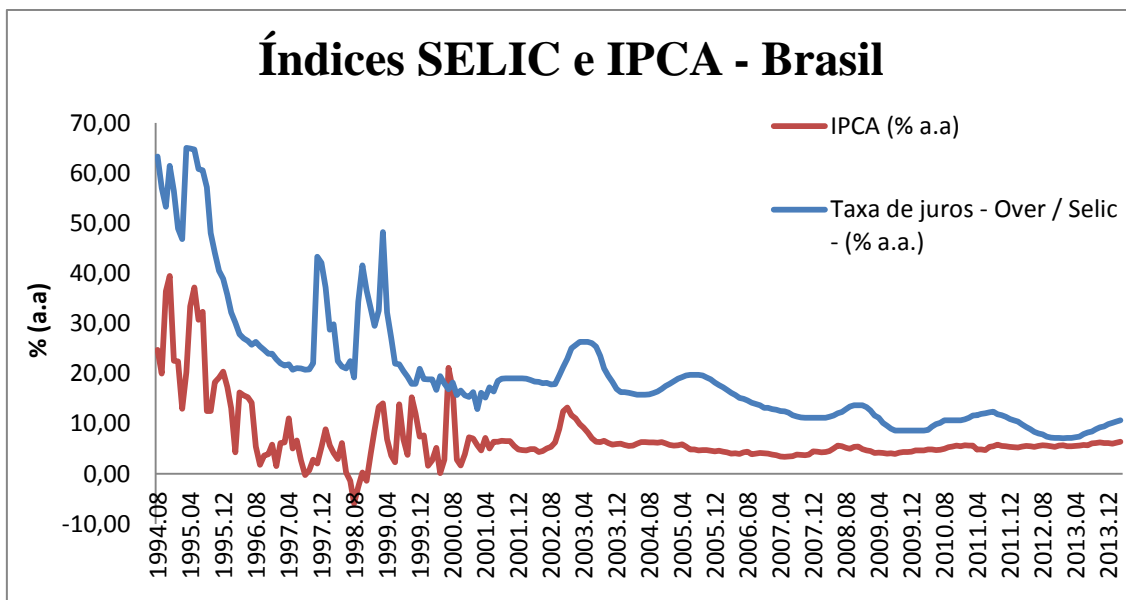
White, Lawrence J., *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*. NYU Ctr for Law and Business Research Paper No 01-001. Fev. 2001. Disponível em: SSRN: ,<http://ssrn.com/abstract=267083>.. Acessado em: julho de 2014.

WILLIAMSON, John. *What Should the World Bank Think About the Washington Consensus?*. World Bank Research Observer. Washington, DC: The International Bank for Reconstruction and Development, Vol. 15, No. 2 , 2000.

ZACHER, Mark W. *Os ilares em ruína do templo de Vestfália: implicações para a governança e a ordem internacional*. In: ROSENAU, J.; CZEMPIEL. *Governança sem governo*. Brasília: Universidade de Brasília, 2000.

## ANEXOS

### ANEXO 1



Fonte: Ipea Data. (2014) Elaboração própria.

### ANEXO 2



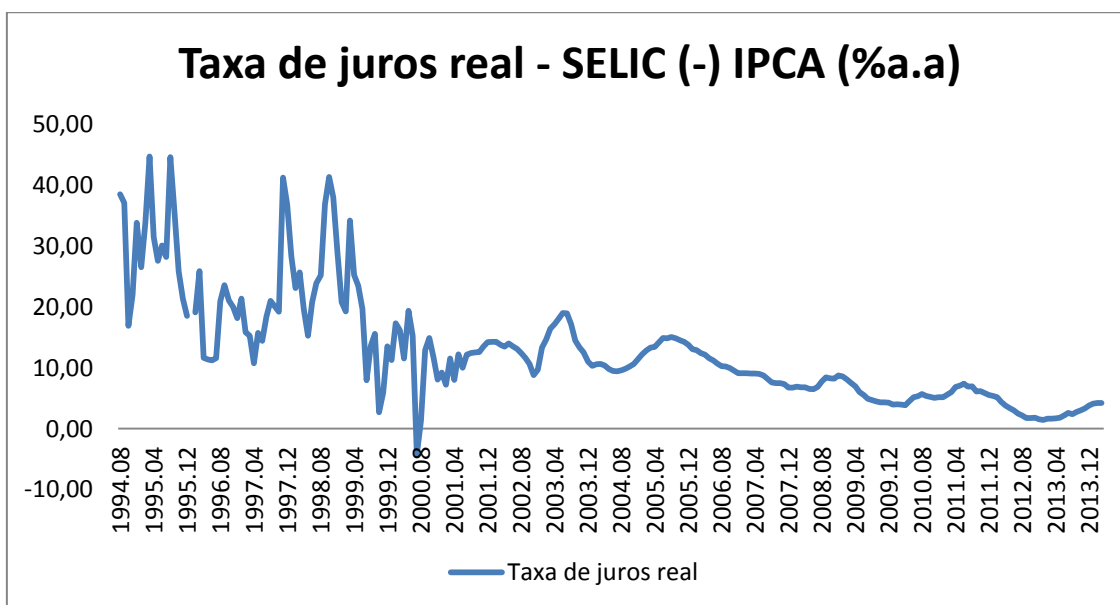
Fonte: Banco Central do Brasil (2012). Elaboração própria.

### ANEXO 3



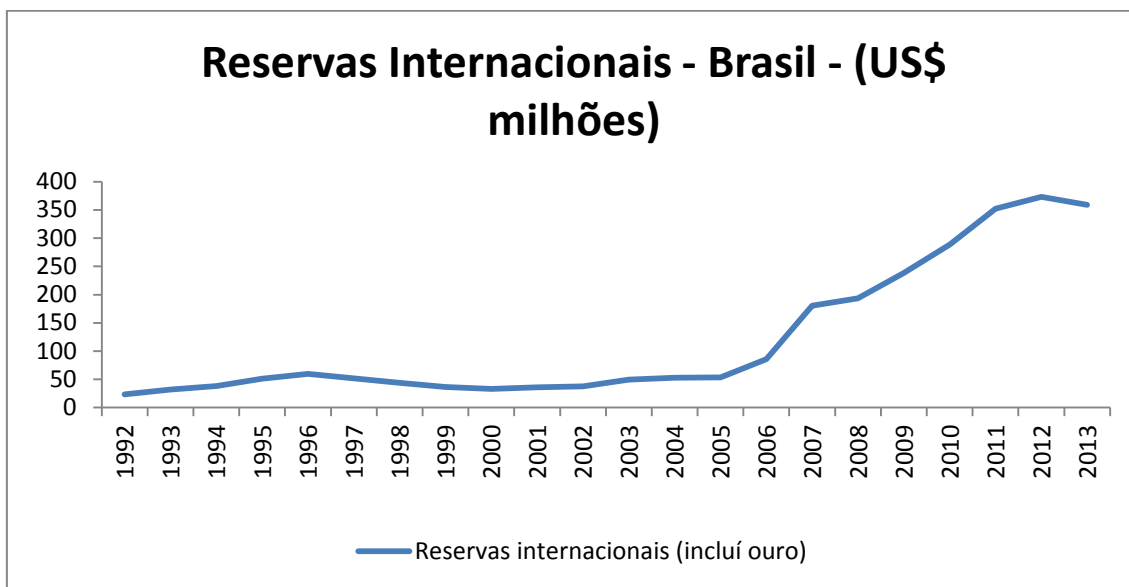
Fonte: Ipea Data (2014). Elaboração própria.

### ANEXO 4



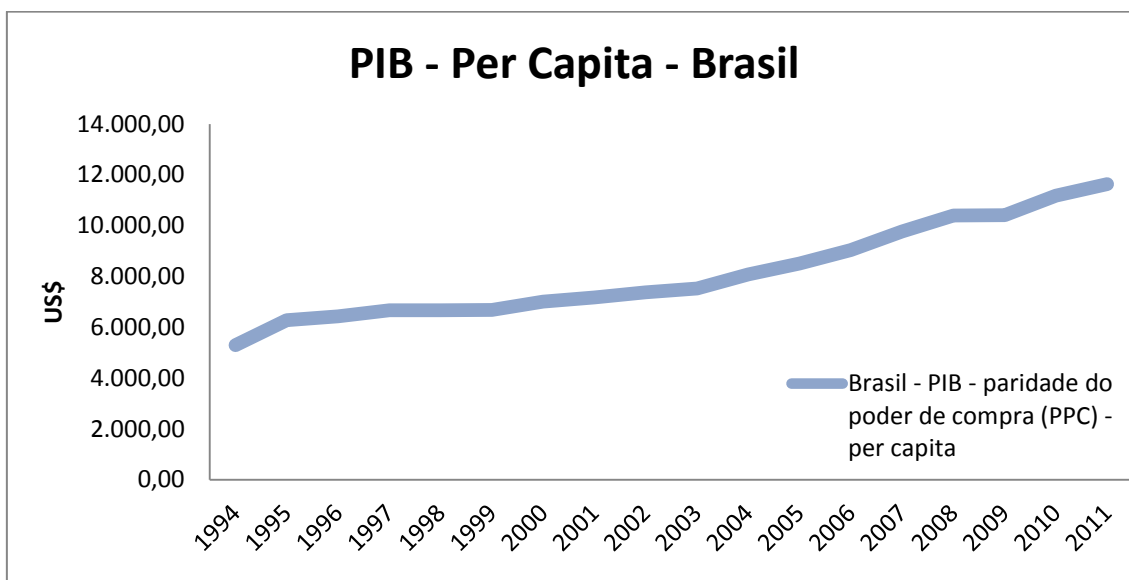
Fonte: Ipea Data (2014). Elaboração própria.

## ANEXO 5



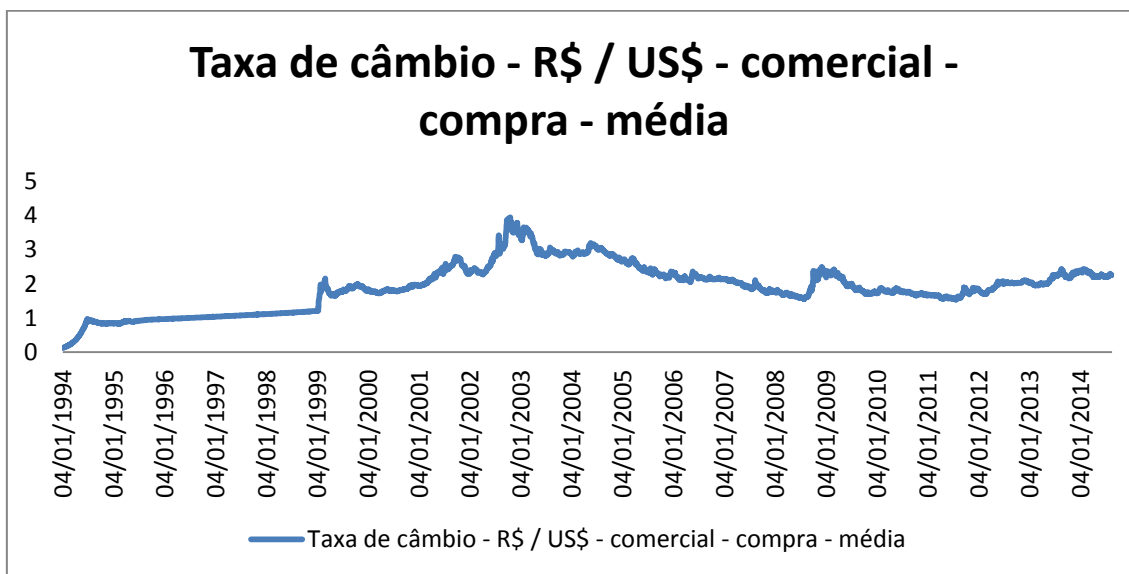
Fonte: Banco Mundial (2014). Elaboração própria.

## ANEXO 6



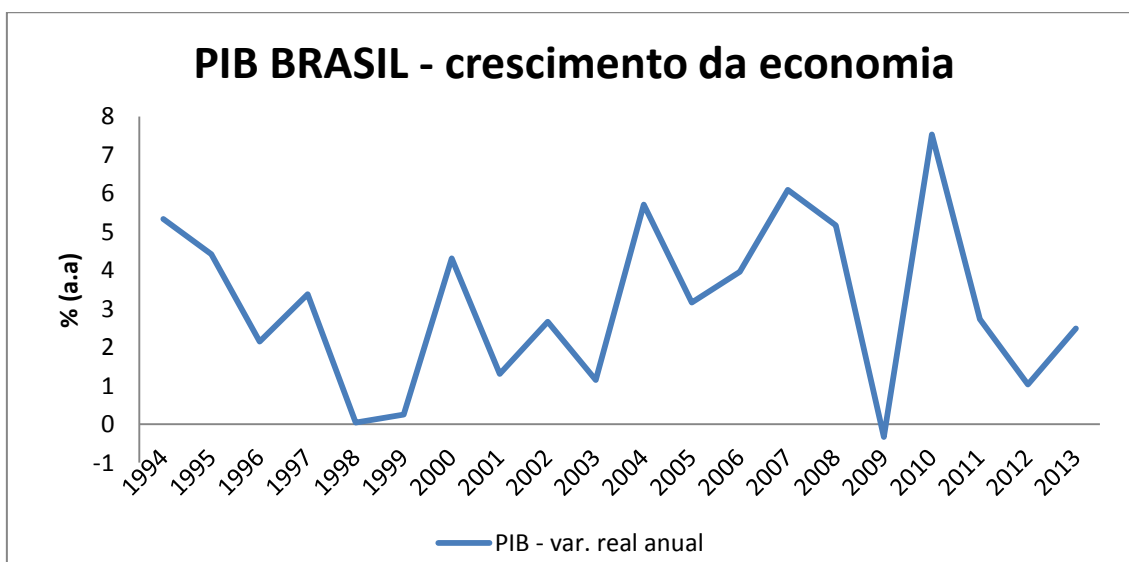
Fonte: Ipea Data (2014). Elaboração própria.

## ANEXO 7



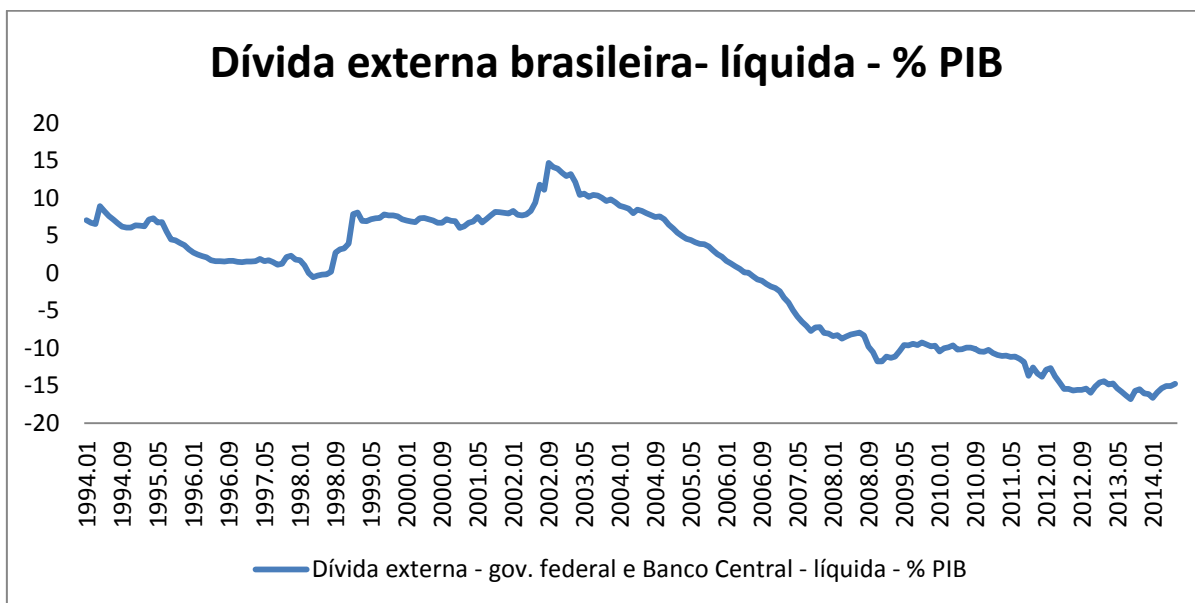
Fonte: Ipea Data (2014). Elaboração própria.

## ANEXO 8



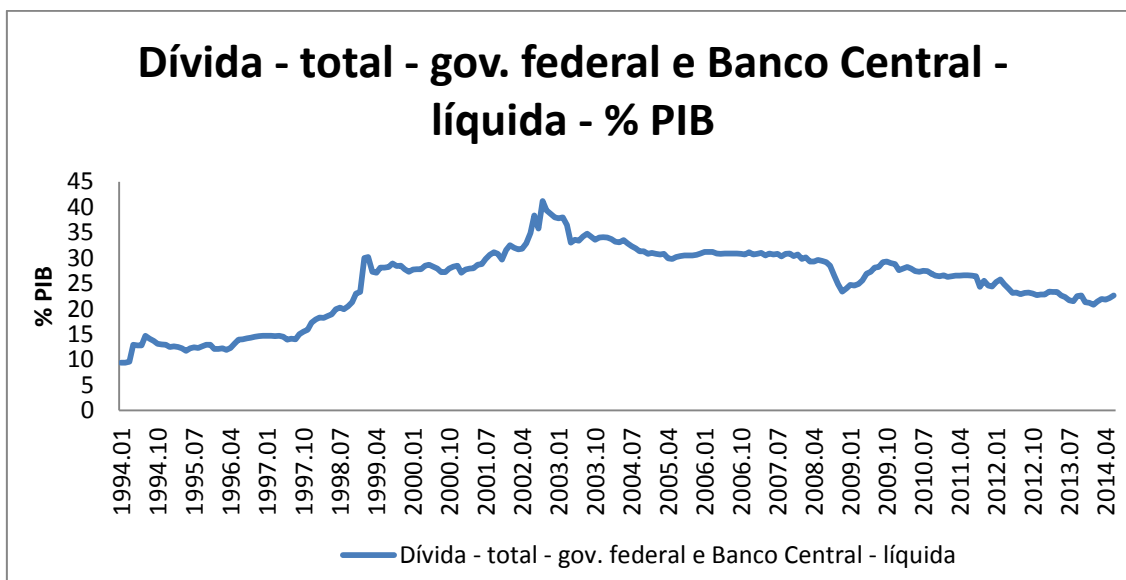
Fonte: Banco Mundial (2014). Elaboração própria.

## ANEXO 9



Fonte: Banco Mundial (2014). Elaboração própria.

## ANEXO 10



Fonte: Banco Mundial (2014). Elaboração própria.