


**Assertividade da China no Sistema  
Financeiro Internacional:  
a Reforma das Agências de Classificação de Risco de Crédito**

China's Assertiveness In The International  
System: The Reform Of Credit Rating Agencies

Marcelo Pereira Fernandes<sup>1</sup> 

Rúbia Cristina Wegner<sup>1</sup> 

Antônio Alves Júnior<sup>1</sup> 

**Resumo:** O governo chinês considera a atuação das grandes agências de risco de crédito (ACRs) americanas como um risco para sua própria expansão econômica. De um lado, concluiu que as ACRs contribuíram com a instabilidade que levou à crise de 2008. De outro, as vê como enviesadas a favor dos interesses financeiros dos Estados Unidos, por associarem a melhora nas notas de crédito ao avanço de reformas liberalizantes. Partindo desse diagnóstico, argumentamos que a criação das ACRs chinesas revela a assertividade da China em se integrar ao sistema financeiro internacional a partir de uma estratégia não liberal e com maior grau de autonomia, que visa fortalecer seu próprio mercado de capitais e sua influência nos fluxos internacionais de capitais.

**Palavras-chave:** Agências de risco de crédito. China. Crise financeira. Sistema Financeiro Internacional.

**Abstract:** The Chinese government considers the performance of large American credit risk agencies (CRAs) as a risk for its own economic expansion. On the one hand, he concluded that they contributed to the instability that led to the 2008 crisis. On the other, China sees them as biased in favor of the financial interests of the United States, for associating the improvement in credit notes with the advancement of liberalizing reforms. Based on this diagnosis, we argue that the creation of Chinese CRAs reveals China's assertiveness in integrating itself into the international financial system based on a non-liberal strategy with a greater degree of autonomy that aims to strengthen its own capital market and its influence on international capital flows.

**Keywords:** Credit rating agencies. China. Financial crisis. International Financial System.

**JEL Classification:** F3; F39.

---

<sup>1</sup> Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Instituto de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Ciências Econômicas, Seropédica, Rio de Janeiro, Brasil.

## 1 INTRODUÇÃO

Segundo a visão ortodoxa, as agências de classificação de risco (ACRs) desempenhariam a função de coordenação na alocação eficiente de capital, estimando a capacidade creditícia de tomadores públicos e privados (KRUCK, 2011). As ACRs empregam a escala *A, B, C, D* para representar o risco de crédito ou inadimplência das entidades avaliadas. Quanto mais elevado o *rating* – por exemplo, *AAA* é o rating mais alto utilizado pela Moody's) –, maior a credibilidade do tomador, isto é, menor o risco de inadimplência atribuído a ele pelo prestador e, logo, menor o prêmio de risco embutido no financiamento. Para os investidores, as classificações são um meio de reduzir custos para a coleta e o processamento de informações dispersas. Porém, veremos neste artigo que o funcionamento das ACRs vai muito além de meras empresas buscando vender seus serviços.

As agências representam um poder dominante da economia baseada no crédito e suas atividades têm ficado imunes a qualquer interferência governamental importante que limite o poder de atuação de seus negócios (PAUDYN, 2014). A atividade dessas agências é capaz de produzir consequências graves tanto para o setor público quanto para o setor privado ao influenciar as decisões dos governos nacionais quanto à gestão econômica e financeira, particularmente das economias mais vulneráveis a choques externos ou daquelas que já estão atravessando crises econômicas. Afinal, alguns investidores institucionais – os fundos mútuos, fundos de pensão e companhias seguradoras – por força de seus estatutos somente podem adquirir títulos que receberam pelo menos uma classificação mínima dada por essas agências<sup>2</sup> (KENNEDY, 2008). Análises negativas de papéis, ou a redução da sua nota, trazem desconfiança aos mercados financeiros, aumentando o movimento de aversão ao risco, por sua vez, obrigando os governos a elevar a taxa de juros, com implicações diretas sobre a taxa de câmbio e remuneração da dívida pública.

---

<sup>2</sup> Podemos citar um exemplo atual. O Banco Central do Brasil anunciou, em junho de 2020, a compra de ativos do setor privado no mercado secundário com o objetivo de injetar recursos em empresas com dificuldades financeiras em razão da pandemia do novo coronavírus. Somente títulos com classificação de *rating* equivalente a *BB*, ou superior, por pelo menos uma das três principais agências, Moody's, Standard & Poor's e Fitch, foram consideradas elegíveis (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020).

As consequências das mudanças nos *ratings* diferem entre as economias centrais e periféricas (GERBASE, 2018). Em setembro de 2011, a agência Standard & Poor's rebaixou os títulos da dívida interna norte-americana, e, mesmo assim, a dívida interna continuou crescendo e a taxa de juros continuou sua trajetória de queda (SERRANO; PIMENTEL, 2017). Porém, o quadro se altera para economias em desenvolvimento, sem moeda forte e, portanto, sujeitas aos fluxos de saída abruptos de moeda estrangeira, tanto por ações especulativas (por exemplo, ataques especulativos), quanto por medidas de natureza precautória (por exemplo, fugas de capital).

Em maio de 2017, a agência de classificação Moody's rebaixou a nota (*rating*) soberana da China de *Aa3* para *A1*, alterando o panorama de estável para negativo. O rebaixamento da nota não trouxe maiores consequências à economia dado o poder econômico que a China alcançou, conforme veremos mais à frente. Desde 1989, o país não experimentava um rebaixamento na sua nota. A Moody's alegou que o endividamento total chinês alcançou 250% do PIB em 2015, o que, na visão da agência, ameaçaria a solidez financeira do país nos próximos anos. A agência reconhecia que a China estava promovendo reformas em sua economia e sistema financeiro, tais como a redução do endividamento das empresas estatais (*state-owned enterprises* – SOEs), levando a cortes nos investimentos domésticos e externos de algumas delas e à redução da interferência pública na provisão de crédito. Porém, para essa agência, a China o fazia em ritmo aquém do necessário para impedir um aumento substancial da dívida e dos passivos contingentes do governo chinês. Na avaliação da Moody's, ademais, existiria ainda transparência insuficiente quanto aos impactos das reformas na capacidade creditícia das empresas estatais e dos bancos, além do fato de que a conta financeira do balanço de pagamentos do país permanecia praticamente fechada (MOODY'S INVESTOR SERVICE, 2017). Por seu turno, o Ministério das Finanças (MOF) da China protestou, acusando a agência de usar um método inapropriado de avaliar os riscos, o qual a levaria a superestimar as dificuldades enfrentadas pela economia chinesa e a subestimar a disposição do governo em aprofundar as reformas estruturais do lado da oferta e ampliar o consumo interno (YANFEI; ZHIMING, 2017).

O protesto do MOF da China, entendemos, não foi sem razão. Apesar da perda de credibilidade das agências desde a crise asiática (1997-1998) – e ainda com mais intensidade após a crise financeira internacional em 2008, quando foram responsabilizadas por subestimar os riscos associados aos títulos sintéticos construídos com hipotecas e outras finanças estruturadas (MATHIS; MCANDREW; ROCHET, 2009; ALESSI, 2015) –, não se pode desconsiderar o poder que elas permanecem desfrutando no sistema financeiro internacional (SFI) e sua capacidade de influenciar os fluxos internacionais de capitais. Afinal, os investidores continuam utilizando seus serviços como se praticamente nada tivesse ocorrido e ainda apresentando-as como entidades idôneas e acima de quaisquer suspeitas (ALLESSE, 2015).

A relação entre a China e essas agências, contudo, não se equipara àquela verificada nas economias periféricas de modo geral. A China é uma potência econômico-financeira em ascensão. Exibe o segundo maior PIB do mundo, tem posição decisiva no comércio internacional, apresenta o segundo maior mercado de títulos do mundo<sup>3</sup> e possui volume de reservas internacionais superior a US\$ 3 trilhões.

Ademais, o acesso de investidores aos mercados de títulos e ações da China precisa obedecer determinados controles. Na década de 1990, por ocasião da reforma das empresas estatais, o Conselho de Estado criou as bolsas de valores de Shenzhen e Xangai, no âmbito da elevação do pilar da competição de mercado na China. As grandes empresas estatais chinesas são listadas em bolsas de valores. Contudo, os volumes de ações que podem ser adquiridas por cada investidor se sujeitam a restrições quantitativas (CARVALHO, 2013).

Apesar dos controles sobre seus mercados financeiros, a China optou por se inserir no sistema internacional como forma de reduzir a distância econômica das potências ocidentais. Após a *débâcle* do campo socialista, emergiu a concepção de que seguir a alternativa do isolamento significaria renunciar ao desenvolvimento e, até mesmo, ao socialismo, tornando-se a economia do país alvo fácil das pressões das economias centrais. Todavia, sua opção lhe custou o enfrentamento de certas

---

<sup>3</sup> De acordo com o Bank of International Settlements (BIS), o total de emissões domésticas no mercado de dívida, na China, alcançou a marca de US\$ 14,2 trilhões (BIS, 2019).

intempéries do sistema, conforme novos desafios foram se apresentando. Sua resposta a esses desafios, contudo, não foi a via liberal. Chamamos de assertividade da China a implementação de uma estratégia de engajamento pragmático na internacionalização visando mitigar as fontes de instabilidade que podem emergir no processo de crescimento e assegurar-lhe papel relevante na economia internacional, compatível com sua condição econômica e política. É nesse sentido que compreendemos o acerto da opção chinesa pela criação e fortalecimento de suas agências de *rating*.

A atuação das três maiores ACRs internacionais, a saber, S&P, Moodys e Fitch, todas sediadas nos Estados Unidos, representariam um dos desafios a serem enfrentados pela China no processo de integração financeira. O rebaixamento da nota de risco de crédito da China, em maio de 2017, parece ter deixado claro esse desafio, ainda que a sua vulnerabilidade a essas agências seja muito reduzida.

Existe, por parte das autoridades chinesas, um descontentamento em relação à atuação dessas agências, cujo compromisso com a desregulamentação da economia é diametralmente oposto ao modelo de desenvolvimento que a China vem seguindo. A relevância que a China atribui ao planejamento e ao controle dos desdobramentos das suas decisões é incompatível com a agenda liberal dessas agências. Mais do que isso, o governo chinês considera que as ACRs atuam contra seus interesses e são controladas politicamente, sobretudo por setores poderosos dos Estados Unidos (DAGONG, 2017). A influência norte-americana sobre as agências é reconhecida e não raro se manifesta de maneira explícita. Em 2002, por exemplo, após a pressão do governo George Bush, a Moody's retirou o *rating* do Irã sob a justificativa de que o país passara a integrar o "eixo do mal" (BBC, 2002; FIGHT, 2004).

O poder de avaliação do risco de crédito das agências, até o momento concentrado nos Estados Unidos, vem sendo disputado por outros países, entre eles a China. Essa possibilidade foi aberta com a crise financeira de 2008 e, desde então, as autoridades chinesas vêm anunciando a necessidade de uma reforma no SFI e no sistema de classificação de risco de crédito, que é dominada pelas três maiores agências norte-americanas citadas. A resposta do país foi reforçar suas próprias agências. Entre elas, duas merecem destaque: a Dagong Global Credit Rating Co.,

fundada em 1994, a maior e a única agência chinesa com projeção internacional; e a segunda, fundada em 2013, em parceria com a Rússia, a Universal Credit Rating Group (UCRG). Na realidade, a UCRG reúne um grupo de agências: a Dagong Global Credit Rating Co., RusRating JSC, da Rússia, e a agência norte-americana Egan-Jones Ratings Company. Afinal, a UCRG foi criada com a intenção explícita de se contrapor às agências dominantes (DAGONG, 2017; GERBASE 2018).

Dado o exposto, o objetivo deste artigo é descrever e analisar a assertividade da China na reforma do sistema de classificação de risco de crédito, que se revela no persistente desenvolvimento das próprias ACRs, visando reforçar o crescimento do seu mercado de capitais.

Pelo menos dois argumentos sustentam a relevância desse movimento estratégico chinês em direção ao fortalecimento do mercado de capitais doméstico. Um de natureza teórica, é desenvolvido na segunda seção, na qual contrapomos os argumentos econômicos ortodoxos, que justificam a existência de agências de *rating* como elemento importante para promover os fluxos financeiros e a estabilidade financeira, aos pós-keynesianos, que alertam para a existência de uma tendência intrínseca à instabilidade dos sistemas financeiros que pode envolver as ACRs, concluindo pela necessidade de que essas agências sejam concebidas conforme os objetivos do desenvolvimento produtivo, e não para aceitar o funcionamento dos mercados de acordo com as expectativas dos especuladores financeiros. O segundo argumento a favor da criação das agências de *rating* domésticas se refere ao reconhecimento do peso do *status quo*, a saber, a posição privilegiada das três principais ACRs no SFI. Na terceira seção, argumentamos que as três principais agências norte-americanas, ao conquistarem uma posição quase monopolista na concessão de *ratings*, refletindo fundamentalmente o processo histórico por meio do qual foram incorporadas ao arcabouço legal-institucional do maior mercado de capitais do mundo, alinharam-se à condução do processo de globalização por interesses financeiros dos Estados Unidos, a partir da década de 1980. Precisamente por essas razões, a relação da China com essas agências tem sido conflituosa, levando o governo chinês a investir em suas próprias agências com o propósito de, em última instância, reduzir o poder norte-americano sobre o SFI.

Na quarta seção, o foco do artigo passará para o mercado de títulos de dívida chinês, destacando a importância que alcançou nos últimos anos, chegando à condição de segundo maior mercado do mundo, com peso não desprezível para a economia chinesa, um indicador da assertividade chinesa em fazer parte do sistema financeiro internacional. A quinta seção é dedicada à agência chinesa Dagong e à agência criada recentemente pela China em parceria com a Rússia, a UCRG. Argumentamos que as duas agências revelam um movimento da China para impor uma nova orientação para reformar o sistema de classificação de risco internacional. Por fim, seguem as considerações finais.

## **2 A FUNÇÃO ECONÔMICA DAS AGÊNCIAS DE RATING: BREVES CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS**

### **2.1 Análise Ortodoxa**

A hipótese dos mercados eficientes (HME), desenvolvida primeiramente por Fama (1970), incorpora as expectativas racionais à análise das finanças. De acordo com essa hipótese, os preços de ativos financeiros refletiriam precisamente toda a informação sobre a economia real, sintetizando não apenas os dados presentes, mas, também, os de longo prazo. De acordo com essa hipótese, os agentes racionais absorveriam rapidamente toda informação disponível e a utilizariam para maximizar seus benefícios a partir de suas funções utilidades. No curto prazo, o preço dos ativos variará apenas como resultado das forças aleatórias que governam a economia, espelhando, de maneira completa, toda a informação relevante para os agentes econômicos.

A análise ortodoxa admite o relaxamento da hipótese de informação completa, incorporando a informação assimétrica, o que significa admitir que, numa transação, um agente pode deter informações quantitativamente e/ou qualitativamente superiores a outro agente (STIGLITZ; WEISS, 1981). A informação assimétrica, que tem sido usada para descrever o funcionamento dos mercados financeiros e de capitais modernos, implica que os agentes econômicos, para maximizarem seus lucros com a concessão de financiamento ou com a decisão de investir, tenham de buscar mais informações do que aquelas que podem ser

extraídas dos preços de mercado (incluindo as taxas de juros) para tomar decisões de investimento ou de concessão de crédito. Como a informação é praticamente um bem público, isto é, com baixa exclusibilidade e não rival, mas sua produção envolve custos, em alguma medida, irrecuperáveis, impõe-se uma situação de monopólio natural. Assim, é mais eficiente que sua produção seja centralizada em firmas especializadas, como é o caso das ACRs, uma vez que a produção de informação para uso próprio se torna uma opção economicamente inferior (BANK OF ENGLAND, 2007; TIROLE, 2006), especialmente nos casos em que os detentores de direitos creditícios estão dispersos em um grande número, tal como é o caso dos detentores dos diversos títulos de dívida pública e corporativa.

Os *ratings* são baseados em critérios muito similares aos empregados pelos bancos quando fazem análise de crédito, procurando sintetizar a capacidade de pagamento das empresas por alguma fórmula que pondera seu fluxo de caixa, a liquidez dos ativos, a capacidade de gestão e a linha dos negócios. A ponderação dessas variáveis se dará em função das várias características dos instrumentos financeiros que serão emitidos, como, por exemplo, sua maturidade.

As ACRs, nessa perspectiva, são uma solução de mercado que cumpriria um papel importante no processo de alocação mais eficiente de recursos em um ambiente com assimetria de informações. Conforme Langohr e Langohr (2008), a análise do risco de crédito, a fim de reduzir a assimetria de informações entre credores e tomadores, é a primeira função exercida pelas agências. Em razão de sua presença, o racionamento de crédito seria reduzido, aumentando a eficiência da intermediação financeira, o que levaria, por sua vez, ao aumento do consumo de bens duráveis e, principalmente, ao financiamento do investimento, uma condição para o aumento do emprego e do crescimento.

É possível questionar, contudo, porque se deveria confiar nas informações das agências de *rating*, se elas não têm o seu próprio dinheiro aplicado nas firmas que avaliarão ou, pior, se, em muitos casos, as ACRs são pagas pelas firmas que avaliarão, o que sugeriria a possibilidade concreta de conflito de interesse. A resposta é que a acurácia com que as ACRs divulgam informações e concedem *ratings* é o fundamento de sua reputação, que, por sua vez, seria a base de sua lucratividade a longo prazo. Portanto, estaria afastado precisamente pelo



funcionamento do mecanismo de mercado, o conflito de interesse que poderia minar o papel das ACRs para ampliar a oferta de financiamento.

Evidentemente, o oligopólio das ACRs, comandado por S&P, Fitch e Moody's, não pode ser explicado apenas por sua reputação, que, aliás, registra grandes erros de análise, como no caso da crise da Enron, em 2000, e da crise financeira de 2008. O elemento histórico, nesse caso, é essencial para compreender sua posição econômica.

Ao longo do século XX, sua incorporação progressiva ao arcabouço regulatório norte-americano funcionou como uma espécie de reserva de mercado para essas agências, que lhes favoreceu a expansão junto com o crescimento do maior mercado de capitais do mundo. Na próxima seção, argumentar-se-á que essa ligação umbilical entre as agências e o Estado norte-americano, bem como sua longa relação com as regras de funcionamento dos mercados de capitais globais as leva, quase necessariamente, a analisar as perspectivas da economia a partir de noções propriamente neoliberais. Portanto, em que pese o fato da China se esmerar em desenvolver um mercado de capitais para favorecer seu processo de desenvolvimento, não poderia contar com os serviços das três grandes ACRs dos Estados Unidos ou de qualquer outra que funcionassem nesses seus moldes. Certamente, condenariam o modelo de desenvolvimento conduzido pelo planejamento estatal chinês.

Há, no entanto, além da crítica política do provável conflito de interesses entre as ACRs que refletem uma visão de desenvolvimento financeiro aos moldes norte-americanos e o modelo de desenvolvimento chinês, também uma crítica teórica associada, que desenvolvemos a seguir a partir de uma perspectiva pós-keynesiana.

## **2.2 Análise Pós-Keynesiana do Papel das ACRs**

Para Keynes (1964), os preços dos ativos jamais serão capazes de refletir seus fundamentos, independentemente de haver ou não assimetria de informações. Decisões econômicas, em uma economia monetária, estão sujeitas a avaliações sobre o futuro incerto, o que significa que os agentes sabem que sempre há um conjunto

de informações relevantes que, simplesmente, não existem no momento da tomada de decisão. Nessas circunstâncias, a distribuição de probabilidade de *default* associada aos títulos de dívida não pode, por definição, ser calculada objetivamente. Portanto, não apenas os investidores são obrigados a lidar com a incerteza, mas, também, as ACRs. Suas análises são necessariamente contaminadas pela subjetividade, incorporando sua visão de funcionamento da economia e seus interesses. Essas são as matérias-primas com que formam hipóteses a respeito de dados futuros que não conhecem, mas que são indispensáveis para a tomada de decisão.

O peso da incerteza na decisão de investir, isto é, adquirir ativos de longo prazo, poderia ser amenizado pelo desenvolvimento de mercados financeiros organizados. Nesses mercados, os detentores de títulos de dívida, ou ações, podem se desfazer de suas posições mais facilmente, antes da maturidade. A liquidez que os mercados organizados oferecem aos títulos de dívida de longo prazo, ou às ações, isto é, o grau com que é possível se desfazer deles rapidamente e sem perda de valor, transforma, para o investidor, a maturidade dos ativos de longo prazo em ativos de curto prazo, o que deveria estimular os investimentos.

Para Keynes (1964), ao mesmo tempo que os mercados organizados têm o condão de estimular investimentos, também dão azo ao comportamento especulativo. Enquanto o investidor visa a obtenção de um fluxo de renda com os investimentos realizados, os especuladores são uma classe de agentes econômicos cujo objetivo é obter ganhos de capital, isto é, lucros com a compra e venda de ativos financeiros no curto prazo. Por essa razão, aos especuladores interessa menos a formulação de uma perspectiva de longo prazo dos ativos. Seu foco é a variação dos preços dos ativos, no curto prazo. Interessa-lhes identificar os elementos que alteram os humores temporários do mercado para explorar as possibilidades de ganho.

No Capítulo 12 da *Teoria Geral* (KEYNES, 1964), a consequência das operações dos especuladores nos mercados é apresentada de forma ambígua. De um lado, a presença de especuladores aumenta a liquidez dos papéis, tornando os mercados mais atraentes para viabilizar o *funding* dos investimentos. De outro lado, quanto maiores as transações especulativas, intrinsecamente atreladas às avaliações dos comportamentos sob incerteza no curto prazo, maior o potencial de

introduzir instabilidade no sistema, caso as opiniões convirjam para a liquidação dos ativos. O balanço geral feito por Keynes (1964) é que o resultado líquido do funcionamento dos mercados organizados é positivo para a realização de investimentos, mas poderia ser beneficiado com a introdução de regulações que impedissem que a especulação fosse o elemento predominante na determinação dos preços dos ativos. Não obstante, a eliminação completa da especulação, por meio de restrições excessivas a operações e operadores, diminuindo excessivamente a liquidez, o que poderia reduzir a própria atratividade dos mercados organizados. Encontrar o ponto ideal entre a liberdade total de ação dos especuladores e a restrição completa de sua atividade seria um desafio regulatório essencial para que os mercados cumprissem do melhor modo possível as suas funções favoráveis à acumulação de capital.

Infelizmente, não há espaço neste artigo para ampliar a análise da função de investidores e especuladores já bastante sintetizada. Por exemplo, a forma pela qual investidores e especuladores financiam suas posições nos mercados ao longo do ciclo econômico seria de grande valia para aprofundar o estudo da instabilidade, o que nos remeteria a Minsky (1982, 1986). Para este artigo, é mais importante elaborar considerações preliminares sobre o papel das ACRs para a mitigação – ou acirramento – da instabilidade intrínseca dos mercados financeiros, especificamente, e da economia, em geral.

As ACRs, a princípio, deveriam contribuir para a maior estabilidade dos mercados, na medida em que, ao sistematizarem e divulgarem as informações disponíveis, diminuem a ignorância, tornando mais robusta a tomada de decisão dos agentes. No entanto, como já mencionado, elas jamais terão acesso a toda informação necessária para estimar os riscos objetivamente, pois não estarão imunes à incerteza. Portanto, as ACRs serão contaminadas também pela opinião corrente e pelas convenções estabelecidas sob a perspectiva ortodoxa, que é a que domina os mercados financeiros. Sua atuação, nessas ocasiões, pode até mesmo incrementar a instabilidade. Foi isso o que aconteceu no caso da crise de 2008, quando as ACRs subestimaram os riscos embutidos nos derivativos sintéticos, em avaliações elaboradas a partir da convenção da eficiência dos mercados, isto é, de que a securitização de hipotecas com riscos diversos era uma forma eficiente de mitigar

riscos. Ou, como na crise europeia de 2011, quando as ACRs, seguindo a convenção da austeridade, condenaram liminarmente todos os programas de recuperação que implicavam o aumento nos gastos públicos, ameaçando, implicitamente, com o rebaixamento dos *ratings* dos títulos, qualquer política econômica que implicasse uma intervenção estatal expansionista.

As funções atribuídas e desempenhadas por ACRs poderiam auxiliar o desenvolvimento do mercado chinês de capitais, cumprindo as funções relevantes como a de conferir transparência aos dados e de apresentar projeções e análises feitas por profissionais. No entanto, as restrições que as maiores ACRs opõem à política econômica da China, a partir da adoção da convenção da austeridade e do seu viés ortodoxo, contrários à ação estatal, as tornariam disfuncionais para o desenvolvimento. Insistimos: como as análises dessas ACRs têm sido fortemente guiadas pela perspectiva ortodoxa, que critica as intervenções do Estado, elas quase automaticamente condenam a participação elevada das grandes corporações estatais no desenvolvimento chinês, o sistema de planejamento, o funcionamento do mercado bancário e os dispositivos de controle nos mercados de capitais. Suas perspectivas econômicas e convenções influenciariam negativamente as notas concedidas aos títulos de dívida de empresas chinesas nos mercados.

Para o governo central da China, o viés ortodoxo das ACRs não é o único problema. Há uma precaução quanto ao viés que as relações políticas entre as ACRs e o governo norte-americano podem trazer para a análise do risco de crédito. Como ver-se-á na próxima seção, as três maiores ACRs do mundo, a despeito de serem privadas, são ligadas ao Estado norte-americano e ao seu mercado de capitais por razões históricas. Esse fato põe, sobre essas ACRs, a suspeita do governo chinês de que não conseguiriam separar os seus interesses comerciais dos interesses políticos do governo dos Estados Unidos.

Assim, mesmo compreendendo a importância das ACRs, os chineses optaram por desenvolver seus mercados de capitais a partir da criação de suas próprias agências, como forma de isolar a análise dos riscos de crédito dos ativos financeiros de sua emissão, da convenção de austeridade e do viés-político pró-americano.

### 3 A ECONOMIA POLÍTICA DAS AGÊNCIAS DOMINANTES

Durante a maior parte do século XX, especialmente durante o período sob vigência do acordo de Bretton Woods (1945-1971), as agências tinham um papel reduzido no SFI – *era of rating conservatism*, nas palavras de Sinclair (2005, p. 26). A presença das agências estava, sobretudo, no mercado norte-americano, com a avaliação de títulos dos governos nos níveis municipal, estadual e federal.

Com o aprofundamento do processo de liberalização financeira no começo dos anos 1990, as ACRs passaram a ter um papel no SFI muito mais expressivo, uma vez que cresceu dramaticamente o número de emissores de títulos e a quantidade de instrumentos financeiros que passaram a ser avaliados<sup>4</sup> (SEC, 2003). Atualmente, as ACRs estão entre as instituições privadas mais poderosas do mundo. Elas atuam num ambiente bastante concentrado (CHAMPSAUR, 2005), no qual as três maiores – Moody’s, Standard & Poor’s e a Fitch (*the big three*, como são chamadas) – dominam aproximadamente 90% do mercado.

As ACRs possuem capacidade de interferir e moldar as políticas governamentais, particularmente das economias menos desenvolvidas (ELKHOURY, 2008). Elas utilizam-se do seu poder para sugerir políticas ortodoxas, de corte nos gastos públicos, aumento na taxa de juros etc., independente das prioridades políticas deste ou daquele governo (PAUDYN, 2014; ELKHOURY, 2008), como foi explicitado pelo então presidente George Bush, em discurso proferido no ano de 2002. Na ocasião, Bush declarou que os Estados Unidos usariam todo seu arsenal de poder para fomentar o desenvolvimento dos “mercados eficientes” pelo mundo. Conforme Fight (2004, p. 55) frisou, o “arsenal de poder” inclui poder militar e econômico no qual estão justamente inseridas as ACRs.

Assim, as ACRs se tornaram um influente formador de expectativas de modo que um rebaixamento da classificação pode levar a sérios problemas financeiros ou a aprofundá-los, caso já existam. Em relação aos *ratings* soberanos, uma nota baixa pode dar origem a uma fuga de capitais do país, ainda que as razões para o

---

<sup>4</sup> Salto importante foi dado com a emissão dos Brady *bonds* no fim da década de 1980 como saída para a crise da dívida externa latino-americana.

rebaixamento não estejam totalmente claras ou corretas. Isso pressiona os governos a adotarem políticas econômicas ortodoxas, que reduzam o papel do Estado e atendam às demandas de curto prazo dos investidores, mesmo quando estas estão em contradição com as necessidades de desenvolvimento de longo prazo do país<sup>5</sup> (ELKHOURY, 2008).

No entanto, não é meramente uma questão de as avaliações estarem corretas ou não. Como avalia Sinclair (2005, p. 2), “Market and government actors take account of rating agencies not because the agencies are right but because they are thought to be an authoritative source of judgments, thereby making the agencies key organizations controlling access to capital market”.

Existem numerosos casos em que as ACRs podem desempenhar um papel negativo, aumentando a possibilidade de risco sistêmico e jogando um papel pró-cíclico (SINLAIR, 2005; ELKHOURY, 2008). Com efeito, nos “bons momentos”, as agências levam os investidores a aumentarem suas apostas e, nos “maus momentos”, aceleram as perdas nos mercados (SY, 2009), como, por exemplo, na crise asiática (1997-1998). Em junho de 1997, pouco antes de eclodir a crise, o panorama na região foi descrito pelas agências como positivo ou estável. Somente algumas semanas após o início da crise, a classificação das dívidas das economias asiáticas foi rebaixada. A Moody’s rebaixou a dívida soberana da Indonésia, Coreia do Sul e Tailândia no fim de dezembro de 1997. Em vez de auxiliar os credores a avaliarem melhor o risco futuro, tal comportamento contribuiu para disseminar o sentimento de pânico e ampliar a crise, uma vez que o rebaixamento empurrou repentinamente as taxas de juros para cima (RADELET; SACHS, 2001). A crise financeira internacional de 2008 expôs novamente a atuação das ACRs. O Lehman Brothers era classificado como investimento seguro até a manhã do dia em que quebrou. O Northern Rock, da Inglaterra, também era visto como bem capitalizado, longe dos riscos das hipotecas *subprimes* dos Estados Unidos (BANK OF ENGLAND, 2007).

Alguns autores, como Tillman (2007), Dhawan e Yu (2015) e Langohr e Langohr, (2008), argumentam que *ratings* equivocados são diametralmente

---

<sup>5</sup> Embora, devemos lembrar, segundo o referencial teórico utilizado pelas agências, a limitação do poder do Estado seria positivo, ainda que isso não garanta um *rating* mais elevado.

contrários aos interesses das ACRs porque isso reduziria sua reputação, conquistada ao longo da história<sup>6</sup>. Uma agência que cometesse erros sistemáticos deixaria de ter seus serviços demandados pelos emissores de dívida e os investidores ignorariam suas classificações. Seria também em razão da sólida reputação, alcançada ao longo de décadas, que a Fitch, Moody's e a Standard & Poor's dominariam o mercado (LANGOHR; LANGOHR, 2008).

Todavia, o conflito de interesses nas atividades das ACRs chama a atenção. Elas são diretamente pagas pelos emissores por elas classificadas, mas isso não é o mais importante. O problema, de acordo com Partnoy (2006), seria que a maior parte da receita das agências provém dessas taxas cobradas dos emissores. Se considerarmos uma rápida escala cronológica de atuação das ACRs, veremos que, no começo, as ACRs cobravam dos investidores interessados em conhecer as condições financeiras das empresas. Durante a recessão da década de 1970, a dinâmica das agências mudou. Os emissores passaram a demandar classificações para demonstrar ao mercado que seus títulos eram seguros. E essa mudança seria fundamental. A maior parte da receita das ACRs passou a ser justamente advinda das taxas dos emissores. No caso da Standard & Poor's, segundo a OECD (2010), essas receitas alcançaram, em 1987, quase 80% do total. Pouco antes da crise *subprime*, chegou a 90% das receitas (PARTNOY, 2006). A U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), dos Estados Unidos, numa investigação formal das três maiores agências em 2002, reportou sua preocupação com um provável conflito de interesses. Antes da crise de 2008, a SEC levantou outra vez o problema<sup>7</sup> do risco de captura das agências pelos emissores de papéis (SEC, 2016).

O fato de as ACRs se deixarem contaminar pelo clima de mercado e atuarem de forma pró-cíclica, além do risco de serem capturadas pelos emissores de papéis, as envolveu no coração da crise financeira internacional de 2008. Esse fato foi

---

<sup>6</sup> Segundo Kennedy (2008, p. 67), "Given the difficulty of such estimates, according to some, CRAs are dependent for their livelihoods on their reputations for having unique expertise that is reflected in consistent ratings accuracy".

<sup>7</sup> Existem dois modelos de negócios: o *issuer-pay*, em que as principais agências trabalham atualmente, e o *subscriber-pay*, dominante até o começo dos anos 1970, em que os investidores pagam à agência de classificação uma taxa de assinatura para acessar seus *ratings* (ALESSI, 2015). Os dois podem gerar conflito de interesses, segundo a SEC (2016). Ainda de acordo com a SEC (2016), quanto ao *issuer-pay*, o potencial de conflito de interesses pode ser muito agudo em relação a produtos financeiros estruturados, pois as transações são organizadas por um grupo relativamente concentrado de gerentes e as taxas de *rating* são particularmente lucrativas. Ainda sobre as razões que levariam as agências a aumentar as classificações, ver Rivlin e Soroushian (2017).

reconhecido pela própria SEC (2016). Partnoy (2006) alertava que as ACRs, ao longo dos anos 2000, se concentravam cada vez mais em finanças estruturadas e em novos produtos de dívida complexos, como os derivativos de crédito, que, então, forneciam uma parcela considerável das receitas e lucros das agências. A dificuldade de compreensão do conjunto de riscos envolvidos tornou seus *ratings* ainda mais relevantes para guiar as ações dos investidores. Porém, as ACRs também perdiam clareza sobre os riscos envolvidos e aprofundavam relacionamentos com instituições financeiras que deveriam avaliar.

Em 1975, por outro lado, o poder das agências deu um salto com a criação do Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) pela SEC.<sup>8</sup> A NRSRO é atualmente constituída por 10 ACRs, quase todas dos Estados Unidos, mas, em sua formação inicial, contava apenas com as três maiores agências, que foram imediatamente reconhecidas pela nova organização.<sup>9</sup> Desde então, o Congresso norte-americano e outras agências reguladoras passaram a exigir que os bancos e os investidores institucionais somente negociassem os títulos classificados com *investment grade* por uma das agências registradas na NRSRO, incorporando-as ao sistema que regula o setor financeiro (KENNEDY, 2008).

Cada membro do NRSRO está registrado na SEC em até cinco possíveis classes de *rating* de crédito. Essas classes são: a) instituições financeiras; b) companhias de seguros; c) emissores corporativos; d) títulos garantidos por ativos, ou *asset backed securities* (ABS); e e) títulos do governo. A SEC supervisiona a NRSRO, porém não possui autorização para regular a forma dos *ratings* de crédito, nem as metodologias que os NRSROs usam para determinar os *ratings* de crédito. As metodologias incluem modelos quantitativos e qualitativos utilizados pelas agências<sup>10</sup> (SEC, 2017). Assim, as agências não são reguladas de fato (ENGD AHL,

---

<sup>8</sup> No endereço eletrônico da SEC (2013) consta que: “A credit rating agency assesses the creditworthiness of an obligor as an entity or with respect to specific securities or money market instruments. A credit rating agency may apply to the SEC for registration as a nationally recognized statistical rating organization (“NRSRO”). The SEC’s Office of Credit Ratings administers the SEC’s rules relating to NRSROs, in addition to performing various other functions with respect to NRSROs.”

<sup>9</sup> Das 10 agências, sete são dos Estados Unidos e as demais são do Canadá, Japão e México.

<sup>10</sup> Segundo Bone e Ribeiro (2013, p. 44), existiria um consenso no mercado de que a metodologia usada pelas ACRs é obscura. Cabe perguntar, contudo, qual o nível de transparência adequado. A transparência completa nas avaliações das ACRs coloca um problema de mercado aparentemente insolúvel, pois o valor de “opinião” depende do reconhecimento, pelo mercado, de *expertise* singular das agências. Na medida em que disponibilizem completamente sua base de dados e metodologias, perderão suas vantagens analíticas para os demais concorrentes, erodindo o valor de sua reputação.



2015). Ademais, até o momento, elas não precisam temer ações legais por suas classificações de risco, uma vez que a Suprema Corte dos Estados Unidos determinou que as classificações seriam uma expressão das opiniões formadas pelas agências e, assim, protegidas como “liberdade de expressão” sob a Primeira Emenda à Constituição.

Trata-se, portanto, de uma estrutura de mercado de oligopólio reforçada por uma agência governamental norte-americana, o que notavelmente se choca com os objetivos que usualmente a regulação busca alcançar.<sup>11</sup> Pollock (2005) é mais incisivo e avalia que se trata de um oligopólio singular, pois é patrocinado pelo governo. Embora a SEC afirme que o registro das ACRs não signifique um endosso às classificações de risco emitidas (SEC, 2017), é indiscutível que estar incluído no NRSRO as posicionam num patamar superior a todas as outras ACRs que estão fora da organização.<sup>12</sup> Partnoy (2006, p. 60) sublinha que aí está a principal razão do sucesso das agências líderes: “These regulatory benefits generate economic rents for NRSROs that persist even when they perform poorly and otherwise would lose reputational capital”.

Em 2006, os Estados Unidos criaram uma nova legislação, a chamada *Credit Rating Agencies Reform Act*, aprovada pelo Congresso norte-americano. A lei atribuía maiores poderes de supervisão à SEC e obrigava as agências a divulgarem conflito de interesses. Apesar disso, as agências estiveram profundamente envolvidas na crise financeira de 2008. Desse modo, em 2010, foi aprovada a *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Dodd-Frank *act*), que fortaleceu a supervisão da SEC sobre a regulamentação das NRSROs. A SEC passou a assumir mais responsabilidade sobre possíveis conflitos de interesses nos serviços das agências, o que a levou a responsabilizá-las legalmente por suas atividades. Em 2012, foi criado o Office of Credit Ratings (OCR), com o objetivo de ajudar a SEC na supervisão das agências registradas na NRSRO. A lei obriga que o OCR examine cada NRSRO ao menos uma vez por ano e forneça ao público um relatório anual com informações obtidas. Até o momento, nenhuma dessas iniciativas teve

---

<sup>11</sup> De acordo com Schroeter (2013), o mercado de *rating* de crédito seria um oligopólio natural.

<sup>12</sup> “Despite a barrage of criticism over their behavior, the three firms issued 97 percent of all ratings in the 12 months that ended in June 2011, according to the SEC’s most recent publicly available data. Perhaps most importantly, little competition has emerged in rating the kinds of complex home-mortgage securities whose implosion led to the 2007 financial crisis [...]” (GORDON, 2013).

efeito notável, uma vez que muitas não tiveram prosseguimento. O modelo de negócios e o domínio sobre o mercado das ACRs permanecem intactos (RIVLIN; SOROUSHIAN, 2017; ALESSI, 2015).

#### 4 MERCADO DE TÍTULOS CHINÊS

A reestruturação das SOEs a partir de meados da década de 1990 tem transcorrido em paralelo ao desenvolvimento do sistema financeiro chinês. A crise financeira que afetou, de 1997 a 1998, as economias do Leste Asiático<sup>13</sup> expôs os efeitos desastrosos que o acúmulo de capitais especulativos em relação a reservas, dado o regime cambial vigente, pode exercer sobre o câmbio e os preços domésticos. Em 1998, as economias afetadas amargaram a redução das taxas de crescimento econômico devido, sobretudo, ao esfacelamento da possibilidade de operações de crédito (“arrocho de crédito”) pelas instituições financeiras, bem como a falência de empresas e de bancos.<sup>14</sup> A leitura realizada para explicar suas causas, em geral, foi a abertura e desregulação financeiras junto com a valorização da taxa real de câmbio. Economias como Cingapura, Taiwan e China, que mantinham controles mais estritos sobre os fluxos de capitais, não foram diretamente afetadas pela crise, embora não ficassem totalmente imunes.

Medeiros (2001) explora as causas e efeitos geopolíticos desta crise a partir da “diplomacia do dólar” pelos Estados Unidos, em que o iene manteve uma posição subalterna ao dólar. Por sua vez, países como China resistiram às pressões liberalizantes do FMI/Tesouro Americano e puderam promover políticas de desenvolvimento que elevaram seu poder na região da Ásia. Em especial, essa crise deixou claro que a dependência dos fluxos de capitais estrangeiros expõe a

---

<sup>13</sup> De fato, entre 1994 e 2002, crises cambiais atingiram importantes economias em desenvolvimento – México (1995), Rússia (1998), Leste Asiático (1997), Brasil (1999) e Argentina (2001) –, as quais haviam iniciado abertura e desregulamentação na conta financeira em seus balanços de pagamentos durante as décadas de 1980 e 1990.

<sup>14</sup> Efeitos associados às crises financeiras iniciadas por um período de valorização de preços de seus ativos em função de acesso ampliado, especialmente por bancos, a fontes de empréstimos em mercados internacionais de capitais ou por expansão do crédito. Instituições financeiras, nesses momentos, tendem a afrouxar critérios para concessão de créditos, do que se segue a um colapso dos preços dos ativos e ao endividamento do setor real. A qualidade das carteiras de bancos e demais instituições financeiras, em prolongada deterioração, provoca redução de seus patrimônios, o que implica fazê-los reduzir seu volume de crédito. Se bancos e empresas tiverem ativos em moeda estrangeira de forma expressiva, e credores e investidores estrangeiros passarem a liquidar seus ativos na economia que está em crise, a crise financeira desencadeia uma crise bancária (BRESSER-PEREIRA; GONZALEZ; LUCINDA, 2008).

economia à instabilidade, daí o forte controle sobre a conta financeira do balanço de pagamentos. De acordo com Brandão (2014), foram cinco estágios de reformas pelas quais o sistema financeiro chinês passou: a) de 1979 a 1984, com o desmembramento das funções do Banco do Povo da China (PBOC), culminando na criação de outros grandes bancos; b) de 1984 a 1988, em que novas instituições foram criadas, incluindo-se intermediários financeiros não bancários, como a Non Banking Financial Institutions (NBFI), composta por instituições responsáveis pela obtenção de recursos financeiros no exterior (TIC), além de cooperativas de crédito, de instituições de *leasing*; c) de 1988 a 1992, quando ocorreu a criação e o desenvolvimento de mercado de capitais, em que, nos primeiros anos, se experimentaram movimentos especulativos; d) de 1992 a 1996, quando houve a criação de mais um grande banco e de bancos de desenvolvimento, além da regulamentação do IED no país; e) de 1997 a 2001, com a recapitalização dos grandes bancos pelo Estado e a criação da China Banking Regulatory Commission (CBRC),<sup>15</sup> como resposta à intensificação da competição interbancária. Assim, foram sendo tomadas medidas para promover o aprofundamento do mercado financeiro, sempre com o objetivo estratégico de sustentar o planejamento estatal de longo prazo (CARVALHO, 2013). Nesse sentido, a colocação de títulos do governo junto ao mercado visava apoiar financeiramente os projetos de desenvolvimento (PHAM, 2018).

Comparados ao sistema financeiro público e ao mercado de capitais dominado por ativos públicos, os bancos não estatais são pequenos. Seus fundos, contudo, são movimentados, sobretudo, por SOEs e governos locais, de modo que seus empréstimos se destinam a atividades promovidas pelo setor público. O sistema financeiro chinês tem o sistema bancário como seu eixo central, ainda que mercados de capitais tenham aumentado sua importância. Desde a década de 2000, os grandes bancos chineses passaram a atuar de forma mais ativa nos mercados de outros países, quando se testemunha o início de um movimento de internacionalização.

---

<sup>15</sup> De acordo com a China Banking and Insurance Regulatory Commission officially unveiled (2018), em abril de 2018, a CBRC foi fundida com a China Insurance Regulatory Commission (CIRC), formando a China Banking and Insurance Regulatory Commission (CBIRC).

O desenvolvimento do mercado de capitais chinês em um período de pouco mais de 20 anos foi impressionante e não poderia ser respondido pela atuação das forças de mercado. Irrelevantes até meados da década de 1990, seus mercados de ações e de dívidas, em 2016 estavam entre o segundo e terceiro maiores do mundo, respectivamente. Em outubro de 2017, a bolsa de Shanghai continha mais de 1,3 mil empresas listadas; a bolsa de Shenzhen, 2 mil. Em dezembro de 2018, de acordo com o Bank of International Settlement (BIS), o total de títulos de dívida se aproximou dos US\$ 12,5 trilhões. De acordo com Brandão (2014), a criação, desde meados de 2000, de mercados para complementar as atividades das bolsas de valores de Shanghai e de Shenzhen induziu sua atuação, sobretudo, de financiamento de pequenas e médias empresas. O mercado de títulos públicos permanece sendo o mais expressivo do mercado de títulos chinês, tendo registrado, de acordo com Brandão (2014), entre 1990 e 2009, a taxa média anual de crescimento de 25,3%.

No fim da década de 1970, a China iniciou uma série de reformas no seu sistema financeiro. Até então, ele estava restrito ao Banco Popular da China (PBOC), única instituição financeira que operava. O PBOC servia para múltiplas funções, em especial a de financiar os planos econômicos (TONG, 1999; CHEN *et al.*, 2014). Em 1978, o PBOC foi formalmente separado do Banco da China (BOC) e, em setembro de 1983, foi autorizado a exercer as funções de banco central pelo conselho de Estado. Os bancos estatais concentram o setor bancário chinês, absorvendo boa parte de todas as operações e movimentações bancárias da população. Em meados da década de 1990, os quatro maiores bancos estatais comerciais – Banco de Construção da China (CCB), Banco Industrial e Comercial da China (ICBC), Banco da China (BOC) e Banco Agrícola da China (ABC) – representavam cerca de 80% dos empréstimos e 75% dos depósitos no sistema financeiro (TONG, 1999). Em 2019, entre as fontes principais de financiamento das empresas estatais chinesas, estão os bancos comerciais estatais, que garantem sua liquidez por meio de repasse de títulos públicos.

Da segunda metade dos anos 1980 até meados dos anos 1990, o governo promoveu o mercado de títulos corporativos e desenvolveu a indústria de classificação de risco de crédito (LIVINGSTON *et al.*, 2018; KENNEDY, 2008). Os

títulos corporativos na China foram inicialmente exigidos pelos reguladores para obter garantias de terceiros, principalmente por bancos estatais (LIVINGSTON *et al.*, 2018).

Em 1984, o PBOC passou a permitir que as empresas locais pudessem emitir títulos. A princípio, esses títulos tinham a garantia do banco estatal, ou seja, não existia o risco de *default*. Nesse sentido, as agências tinham uma função meramente ornamental, como destacaram Dhawan e Yu (2015). Em 1987, o PBOC emitiu a Regulamentação temporária sobre a gestão de títulos corporativos, além de estimular suas filiais locais (províncias, basicamente) a criar departamentos de classificação de crédito. A partir de 1989, muitos desses departamentos foram divididos em agências independentes de classificação de risco (KENNEDY, 2008).

Em 1990, em Shangai, e, em 1991, em Shenzhen, foram abertos, respectivamente, um mercado de ações e de títulos. De forma cautelosa, as autoridades chinesas selecionaram quais empresas abririam seu capital, dando prioridade àquelas mais competitivas e capazes de liderar seus respectivos setores (LIN; MILHAUPT, 2017; CARVALHO, 2013). Em 1991, somente investidores chineses estavam autorizados a realizar aquisições nas bolsas, as chamadas *A-shares*, que são cotadas em renminbi. No ano seguinte, algumas empresas foram autorizadas a emitir ações para investidores estrangeiros (*B-shares*). Em 1993, se permitiu a emissão na bolsa de Hong Kong (ações *H-shares*) e, em 1994, na bolsa de Nova Iorque (*N-shares*) (HUANG; WANG, 2011; CARVALHO, 2013). A abertura do mercado de ações foi determinante para o financiamento das empresas privadas, mas o mercado de capitais é controlado pelo governo central e sua função essencial está em financiar as SOEs. O desenvolvimento econômico é planejado e executado conforme as diretrizes expressas nos planos quinquenais, não estando à mercê das intempéries do mercado de ações.

A abertura de capital de grandes empresas, operada pelo conselho de Estado de forma mais incisiva desde meados da década de 1990 é usada como ferramenta de “privatização” controlada das empresas estatais com potencial competitivo e das indústrias pilares, como siderurgia, petróleo e gás. Trata-se de um período de contundente pragmatismo no qual a projeção externa da China e seu crescimento econômico dependiam, segundo o conselho de Estado, da introdução controlada de

reformas tanto no setor empresarial quanto no sistema financeiro.<sup>16</sup> No início da década de 2000, também seguindo a estratégia de aumento da eficiência das empresas estatais, várias empresas são transformadas em sociedades anônimas. Porém, vale ressaltar que os investidores são principalmente empresas ou fundos públicos, garantindo o controle do Estado sobre o sistema financeiro chinês (HUANG; WANG, 2011; CARVALHO, 2013). Com a instalação de empresas privadas, a exigência de uso da criação de riqueza privada para fins públicos aumentou.<sup>17</sup>

O programa *Qualified Foreign Institutional Investor* (QFII) foi lançado em 2002 e permite a investidores estrangeiros acesso direto ao mercado de capitais chinês. Trata-se de um esquema que possibilita aos investidores institucionais se qualificarem para investir no mercado de capitais do país respeitando quotas, produtos, contas e fundos de conversão, monitorados e regulados pelas autoridades chinesas. Desde o lançamento, o QFII vem experimentando transformações, assim, em 2006, ocorreu uma primeira flexibilização sobre os requerimentos de qualificação e, em 2007, um aumento da quota, que chegou a US\$ 30 bilhões, em 2012 a US\$ 80 bilhões e, em 2019, a US\$ 300 bilhões (SHUQUAN, 2019; WANG *et al.*, 2013). Em 2012, ocorreu uma revisão considerável em termos de regulamentação. As quotas são garantidas pela China's State Administration of Foreign Exchange (SAFE) e podem ser trocadas a qualquer tempo em resposta a mudanças nas condições econômicas e financeiras do país. Os investimentos que podem ser negociados no âmbito do QFII são aprovados pela China Securities Regulatory Commission (CSRC) e se constituem de *listed stocks* – mas são excluídas as estrangeiras –, bônus do tesouro, debêntures, bônus conversíveis e outros instrumentos financeiros. Os investidores, por meio do QFII, podem comprar e vender, em renminbi, ações do tipo *A*. O uso de quotas se justifica pela necessidade posta pelo governo chinês de controlar a quantidade de dinheiro que circula na economia pela ação dos investidores estrangeiros.

---

<sup>16</sup> Sugere-se a leitura de Okazaki, Hattori e Takahashi (2011).

<sup>17</sup> “In China, although there were few signs of the development of private foundations, the pressure for private entrepreneurs to donate money to public projects was very heavy. Traditional community values, the persistence of egalitarianism, and the fear of a political movement against individual wealth all encouraged the rich to give part of their wealth to the public. With more economic autonomy, many state or collective enterprises also started to sponsor public activities, such as beauty contests and sporting games, in order to improve public relations and increase the market for their products.” (TONG, 1999, p. 339).

Os investidores devem submeter uma solicitação à CSRC, a partir da qual se inicia uma comunicação com as demais esferas do governo chinês até chegar às bolsas de valores. As decisões não passam pela avaliação de agências estrangeiras de qualquer tipo. Dessa forma, o QFII é um programa de regulação da circulação do renminbi.

Até 2018, os investidores estrangeiros em mercados de ações poderiam repatriar até 20% do investimento, além disso, na primeira vez em que o investidor movimentava montantes para fora da China, ele precisava passar por uma espécie de carência, de duração de três meses. Após junho de 2018, essas restrições foram revistas, incluindo-se, até mesmo, a possibilidade do uso de instrumentos de *hedge* para proteção de riscos. Acredita-se que essas mudanças estejam relacionadas ainda com tentativas da China de amenizar as tensões comerciais com os Estados Unidos por meio da flexibilização no grau de abertura financeira.

A bolsa de valores contribuiu para o desenvolvimento dos mercados de títulos chineses, tendo, nos anos 2000, um crescimento extraordinário, principalmente a partir de 2005, quando a National Development and Reform Commission (NDRC) decidiu impulsionar o mercado de títulos corporativos (SHENG, 2019; CHEN *et al.*, 2014). Até então, praticamente inexistente, o estoque de títulos no mercado saltou para um valor de US\$ 14,2 trilhões, segundo dados do BIS, consolidando-se como o segundo maior mercado do mundo (YANG, 2018; LIVINGSTON *et al.*, 2018; CHEN *et al.*, 2014). Todavia, é um mercado dominado pelas empresas estatais, tendo os bancos comerciais – os principais investidores – mais da metade dos títulos em circulação. Os títulos corporativos privados são uma pequena parcela do total e as pequenas empresas têm pouco acesso ao mercado (CHEN *et al.*, 2014; YANG, 2018).

Em 2009, o país se tornou a maior fonte para companhias realizarem ofertas públicas de abertura de capital (IPO), chegando a mais de US\$ 55 bilhões contra US\$ 25 bilhões dos Estados Unidos. Em 2016, as bolsas de valores de Shanghai, Hong Kong e Shenzhen ocuparam, respectivamente, as quarta, sétima e oitava posições no *ranking* global. O mercado de capitais chinês tem se transformado em um componente essencial do processo de desenvolvimento econômico do país. Assim, em 2016, CSRC divulgou novas regras para o funcionamento do mercado

de capitais do país, uma vez que: “China’s dramatic and short-lived experience with market circuit breakers has revived debate about whether existing financial systems in China are able to accommodate the growth of capital markets so as to support a sustainable economy.” (HUANG, 2017, p. 82).

Em 2014, o conselho de Estado promulgou o documento *Opinions on the sound development of capital markets*, instrumento no qual foram apresentados diretrizes para o desenvolvimento do mercado de capitais chinês até 2019. A intenção principal seria acelerar o desenvolvimento de mecanismos de financiamento direto pelo mercado de capitais, provendo aos investidores canais mais diversificados, de acordo com o plano quinquenal.

Em 2018, o governo chinês flexibilizou os limites para a entrada de capitais externos no país. Na avaliação de alguns analistas ocidentais, isso seria resultado do “intenso apetite chinês por capitais”. No entanto, dados compilados por Bloomberg mostram que a saída de capitais do país tem aumentado, mesmo que as empresas multinacionais chinesas e demais instituições que atuam no exterior estejam usando em torno de dois terços da quota estabelecida pelas autoridades chinesas – US\$ 101 bilhões de US\$ 150 bilhões (BALDING, 2019).

O *Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor* (RQFII) foi iniciado em 2011 e permite o uso de fundos em RMB de Hong Kong por subsidiárias de fundos domésticos e companhias de seguros a investir na China, dada as aprovações da CSRC e da Safe. Até esse programa, investidores estrangeiros atuavam no mercado chinês de capitais somente por meio de contas abertas sob propósitos especiais e sob um limite em renminbi. Regulamentações específicas atuavam sobre a repatriação dos ganhos obtidos nas operações. A diferença principal entre o RQFII e o QFII está em este programa permitir ao investidor estrangeiro utilizar sua própria moeda no mercado chinês. Em janeiro de 2019, a CSRC divulgou uma nota sobre consulta pública sobre as medidas lançadas pelo governo chinês para qualificar investidores no QFII e no RFII (CSRC, 2019).

Com a *Belt and Road Initiative* (BRI), apresenta-se um capítulo novo, inclusive para a estrutura chinesa de financiamento de grandes projetos e para o financiamento de longo prazo: a NDRC, o Ministério do Comércio (MOFCOM) e o Conselho de Estado – instituições com papel de destaque na elaboração e



operacionalização de política na China – atribuem a novidade a esse projeto multilateral de investimentos de infraestrutura. Os projetos da carteira BRI totalizavam, em 2017, mais de US\$ 1 trilhão, o que induziu a criação de algumas iniciativas multilaterais de financiamento – como o *Silk Road Fund* –, ainda que os bancos comerciais públicos e de desenvolvimento chineses persistam como principais fontes de financiamento pela China (OECD, 2018). Esse projeto de cooperação em investimento, comércio, financiamento e geopoliticamente estratégico tem recebido muita atenção das agências de *rating*, especialmente questionando a capacidade chinesa de financiar esses projetos (DEVONSHIRE-ELLIS, 2020). Além da criação de fundos multilaterais e de bancos (Banco dos Brics, por exemplo), o governo chinês tem investido no fortalecimento e internacionalização de seu mercado de capitais, como a internacionalização recente da Shanghai Stock Exchange (SSE).

## 5 REFORMA NO SISTEMA DE CLASSIFICAÇÃO: INICIATIVA CHINESA

Conforme mencionamos, as classificações de risco de crédito na China foram iniciadas em 1987, quando o conselho de Estado emitiu a regulamentação temporária sobre a gestão de títulos corporativos. Nesse sentido, as filiais provinciais do PBOC criaram departamentos de classificação de crédito. De acordo com Poon e Chan (2008), desde 1994 o PBOC promulgou regulamentações que estipulam que emissores de títulos e tomadores de empréstimos bancários listados devem obter classificações de risco. Em dezembro de 1997, o PBOC anunciou que todos os emissores de títulos corporativos tinham que obter classificações de risco de agências aprovadas pelo PBOC antes de suas emissões. De acordo com Sheng (2019), o ano de 2005 marcou um ponto de inflexão na indústria de *rating* da China em razão do crescimento exponencial do mercado de títulos. Nos anos seguintes, as agências chinesas passaram a formar *joint ventures* com as *Big Three*. Atualmente, elas são relevantes dentro do país, dada a influência que possuem sobre os prêmios de risco em títulos chineses, conforme análise de Dhawan e Yu (2015). Apesar disso, a maior parte das dívidas emitidas é do governo, banco central, instituições financeiras e dos *policy banks*, assim como os principais

compradores são os maiores bancos estatais (PHAM, 2018; CHEN *et al.*, 2014), que, em tese, seriam menos sensíveis a essas classificações para adquirir títulos.

De qualquer forma, diante da estratégia de internacionalização das empresas chinesas, é do interesse do conselho de Estado que as emissões de títulos tenham reconhecimento internacional, e isso tem sido realizado (YANG, 2018). Livingston *et al.* (2018) sugerem que o acesso livre das ACRs internacionais ao mercado doméstico de títulos melhoraria o conteúdo e a qualidade de *ratings* na China, porque as ACRs internacionais teriam padrões de classificação mais rigorosos do que as ACRs chinesas. Por meio de um estudo econométrico, Livingston *et al.* (2018, p. 230) concluíram que “Based on the bond Treasury yield spreads, we estimate that an AAA (AA+) rating by the Chinese CRAs is, on average, similar to an A (BBB) rating by international CRAs”. Ainda segundo os autores, as classificações de risco pelas ACRs internacionais tornariam mais fácil para os investidores estrangeiros compararem os títulos domésticos chineses com os de fora da China, o que facilitaria tanto a entrada de capital estrangeiro no mercado chinês, quanto a integração do mercado de capitais chinês com o mercado financeiro internacional.

Em janeiro de 2019, a S&P Global tornou-se a primeira agência estrangeira a ser autorizada a fornecer serviços de *rating* na China. Em 11 julho de 2019, a S&P Global atribuiu um *rating* AAA à chinesa ICBC Financial Leasing Co., com perspectiva estável, o mais alto da escala adotada pela agência (GALBRAITH, 2019; SHENG, 2019). Por fim, em 20 de julho de 2019, o conselho de Estado emitiu “Medidas relevantes relativas à maior expansão da abertura externa do setor financeiro”, permitindo que as ACRs estrangeiras classifiquem todos os tipos de títulos (CHINA, 2019).

As reformas que se seguiram e desenvolveram o sistema financeiro da China possuem um padrão singular em razão do elevado grau de intervenção do Estado. Dessa forma, o controle sobre a taxa de juros sobre a conta financeira do balanço de pagamentos e sobre a parcela expressiva dos bancos estatais na oferta de empréstimos não são políticas conjunturais, mas políticas de Estado de longo

prazo<sup>18</sup>. É preciso considerar que a China se apresenta como uma economia socialista, ou “socialismo com características chinesas”, como suas autoridades não se cansam de afirmar<sup>19</sup> (JINPING, 2019). Logo, o desenvolvimento do seu mercado de títulos está colocado sob a estratégia de desenvolvimento de uma economia com um grau de planejamento que não encontra paralelo nas economias capitalistas.

A organização do sistema financeiro chinês tem sido objeto de crítica ortodoxa a partir da hipótese da “repressão financeira”<sup>20</sup>. O direcionamento do crédito a setores estratégicos levaria não apenas à alocação de recursos sub-ótima, mas também ao estímulo do endividamento empresarial excessivo nos setores beneficiados, fragilizando a economia, com acúmulo de créditos insolventes (*non-performing loan* – NPL) por parte das instituições bancárias. No entanto, a evidência empírica para sustentar essa tese é frágil, considerando-se o desenvolvimento acelerado e continuado da China e que o país não passou por nenhuma crise financeira relevante nas últimas quatro décadas, o que a torna um caso único entre as economias com peso no sistema internacional depois de 2008.

Conforme apresentamos na segunda seção, a criação de um oligopólio das ACRs por meio da SEC dos Estados Unidos colocou as principais agências em um novo patamar. Elas também se tornaram mais poderosas enquanto a liberalização financeira avançava e a atuação como *masters of capital* incentivava tal avanço. As principais agências de classificação legitimam as políticas neoliberais, que são contrárias aos interesses estratégicos chineses. Todavia, o conselho de Estado não pode simplesmente desconsiderá-las, uma vez que as avaliações de risco podem, em alguma medida, prejudicar seus interesses, ao passo que o sistema financeiro e a inserção externa da China se consolidam. Vale destacar que a China não só detém um volumoso estoque de reservas internacionais, superiores a US\$ 3 trilhões, como também mantém controles sobre a saída de capitais, não havendo

---

<sup>18</sup> Obviamente, o pensamento ortodoxo acredita que essas políticas trazem uma série de malefícios. Huang e Wang (2011), por exemplo, advertem que as políticas de “repressão financeira” (empréstimos ao setor estatal, regulação da taxa de juros e controle da conta financeira do balanço de pagamentos), embora tenham tido impactos positivos nas décadas de 1980 e 1990, estariam dificultando o crescimento econômico da China a partir dos anos 2000, pois, com o tempo, as políticas financeiras repressivas infligiram custos crescentes em termos de alocação distorcida de capital e perdas de eficiência.

<sup>19</sup> O “socialismo com características chinesas” é adotado como teoria orientadora do PCCh desde o seu 15º Congresso em 1997. A partir do 19º Congresso, em 2017, aprovou-se o termo “socialismo com características chinesas da nova era”, representado pelo pensamento de Xi Jinping. Ver Peters (2017).

<sup>20</sup> Ver, por exemplo, IMF (2017).

razão para temer fugas. Na visão das autoridades chinesas, o esforço por uma reforma no SFI passa pela redução do poder das três principais ACRs por meio de uma reforma que crie um sistema de classificação de crédito mais equitativo. Nesse sentido, iremos destacar duas agências: a Dagong Global Credit Rating Co. (Dagong) e a Universal Credit Rating Group (UCRG)<sup>21</sup>.

A Dagong é a maior agência da China e emite em torno de 18% das avaliações. Fundada em 1994, é atualmente uma agência de alcance internacional com subsidiárias em Hong Kong e na Europa. A Dagong é privada, porém existe um consenso sobre seu estreito alinhamento com os objetivos políticos do governo chinês (LIN; MILHAUPT, 2017). Por exemplo, Elliott e Yan (2013, p. 22) afirmam que a Dagong é controlada pela State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council (SASAC), instituição responsável pela gestão dos ativos estatais e que é controlada diretamente pelo conselho de Estado. Em dezembro de 2009, ela entrou com um pedido de registro na NRSRO, porém a SEC negou, argumentando que a Dagong não teria cumprido com os requisitos de registro, manutenção e produção da lei federal de segurança (SEC, 2010). No entanto, a agência ganhou notoriedade, em agosto de 2011, após rebaixar a nota dos Estados Unidos com o argumento de que a política de *quantitative easing* adotada após a crise de 2008 estava erodindo a confiança do dólar. Segundo a agência chinesa, a extraordinária expansão monetária adotada pelo banco central norte-americano (FED) somente foi possível devido à conivência das três maiores agências que mantinham a classificação dos títulos americanos com a nota máxima<sup>22</sup> (DAGONG, 2017).

Com exceção da dívida pública nacional, a Dagong realiza classificação de risco para todos os instrumentos de dívida e entidades participantes no mercado de capitais chinês. É importante mencionar que a Dagong fundou uma nova metodologia para as classificações de risco explicitamente com vistas a rivalizar com as ACRs dominantes. De acordo com a Dagong, a sua metodologia se distingue das demais ACRs, pois estas enfatizariam as taxas de inadimplência e a validação

---

<sup>21</sup> A China possui nove ACRs domésticas, sendo que cinco delas são majoritariamente estatais. A primeira agência chinesa, a Shanghai Fareast Credit Rating Co., foi fundada em fevereiro de 1988 (SHENG, 2019; LIN; MILHAUPT, 2017).

<sup>22</sup> Vimos na introdução deste artigo que, em setembro de 2011, a Standard & Poor's rebaixou os títulos da dívida interna americana e isso não teve qualquer efeito sobre as taxas de juros.

dos títulos. Já a sua metodologia mediria o grau de segurança do reembolso da dívida do emissor, considerando os recursos que foram desviados para o pagamento da dívida do emissor contra sua capacidade de geração de riqueza. Isso, segundo a Dagong, revelaria o risco real do emissor, com base numa lógica interna completa e rigorosa, bem como na capacidade de advertência de risco de crédito.

A Dagong tem colocado esforços por uma reforma no sistema de *rating* mundial, chamando a atenção para o efeito contágio que um rebaixamento equivocado da nota de um país pelas agências poderia ter sobre uma região. Propõe como caminho para uma reforma no sistema internacional de classificação de risco o seguinte:

The route of international credit rating system reform is: establishing an supra-sovereign independent international rating agency composed of all domestic rating agencies in each country; establishing a new international rating regulatory organization based on all countries' regulators; the international rating agency will develop a brand-new international rating standard according to the planning of international regulatory organization (DAGONG, 2017).

A segunda agência, a UCRG, foi formada em Hong Kong em junho de 2013. A UCRG é uma aliança entre a Dagong, a RusRating JSC e a Egan-Jones Ratings, uma agência norte-americana que curiosamente faz parte da NRSRO. A UCRG tem o objetivo declarado de se contrapor às agências dominantes:<sup>23</sup>

The global credit crisis has made the international community awaken to the fact that credit rating has a stake in the sound development of human society, the western-dominated global rating system is no longer capable of undertaking world rating responsibility and thus a new international rating system representing the common interest of humanity must be launched. Such awareness reflects a mainstream mindset in the modern time. (UCRG, [s.d.]).

A UCRG afirma que as ACRs dominantes seriam responsáveis por classificações incorretas que criaram bolhas especulativas nas relações creditícias. Entende que as principais agências ocidentais são culpadas pela crise de 2008 e não teriam mais condições de assumir o compromisso de atribuir *ratings* pelo mundo.

---

<sup>23</sup> A ideia de criar uma nova agência de classificação de crédito que contenha a influência das três principais agências também foi defendida por várias autoridades europeias (ALESSI, 2015).

As ACRs dominantes controlam a alocação de recursos de crédito em todo mundo, atuando como oligopólio no controle de acesso aos mercados de capitais das diversas economias que buscam atrair financiamento. Elas deveriam atuar como uma força estabilizadora porque seu objetivo é fornecer informações sobre a capacidade de pagamento dos emissores. Porém, ao contrário, segundo a UCRG ([s.d]), as ACRs causaram desequilíbrios entre expansão de crédito e a capacidade de geração de riqueza, e esse desequilíbrio só pôde ser corrigido por meio de uma crise.

Somam-se a isso, as questões fundamentais sobre a realização da correção dos problemas que levaram aos desequilíbrios e como executar a governança, que não foram abordadas satisfatoriamente pelas instituições internacionais. As ACRs principais norte-americanas continuariam a manter o *status* de antes da crise de 2008, contribuindo com a expansão excessiva das dívidas no Ocidente. De tal modo, sem uma reforma no sistema internacional de classificação de risco de crédito, a tendência seria que uma nova crise financeira ocorra (UCRG, [s.d.]).

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A China vem mantendo um crescimento acelerado por quatro décadas, num modelo de desenvolvimento “socialista com características chinesas”, segundo afirma seu governo, com forte presença de empresas estatais, inclusive no setor financeiro, e com controle de capitais. Contudo, na atual estrutura do SFI, as ACRs constituídas na NRSRO têm uma posição que lhes permite interferir no acesso aos mercados de empresas e governos. Até o momento, essas agências não deram quaisquer sinais favoráveis a uma mudança que refaça os controles do mercado ou uma reforma no sistema de classificação de crédito, pois isso reduziria sua força econômica e política. Essa postura, no entanto, vai de encontro aos esforços por uma reforma no SFI que as autoridades chinesas reivindicam desde a crise financeira de 2008. O modelo de desenvolvimento econômico chinês e as políticas econômicas que o sustentam são inconciliáveis com as recomendações das ACRs.

Seria preciso encontrar uma solução para esse impasse que não impedisse a integração da China à economia mundial. Após a *débâcle* do campo socialista, para

a China o isolamento significava renunciar ao desenvolvimento e ao socialismo, expondo-se às pressões das economias centrais. Ao buscar uma inserção no sistema internacional como forma de reduzir a distância econômica das potências ocidentais e explorar suas possibilidades de desenvolvimento, obrigava-se a enfrentar certas intempéries do sistema, conforme novos desafios se apresentavam. O enfrentamento às ACRs está entre esses novos desafios, o que o rebaixamento da nota, em maio de 2017, parece ter deixado isso mais explícito. Ainda que o rebaixamento não tenha trazido consequências práticas para os custos de financiamento, as agências chinesas se revelam como um flanco de objeção da primazia dos Estados Unidos até aqui incontestável em definir normas e práticas do sistema financeiro e monetário internacional.

Desse modo, o fortalecimento de suas próprias ACRs se insere nos esforços do conselho de Estado em reformar o sistema de classificações de risco de crédito, o que, por sua vez, junta-se aos esforços pela reforma do SFI como objetivo mais amplo para impulsionar o desenvolvimento e manter mais distante a influência dos interesses políticos e econômicos norte-americanos. Assim, não se trata nem de mimetizar estruturas do sistema financeiro internacional em seu território, acatando a lógica neoliberal, nem significa um movimento de ruptura com a internacionalização financeira. A construção das suas próprias agências é um passo orientado pela lógica estratégica, denominada aqui por assertividade chinesa, por meio da qual a China, considerando seu adiantado estágio de desenvolvimento, busca ampliar seus graus de autonomia e aumentar seu grau de influência no SFI.

## REFERÊNCIAS

- ALESSI, C. The credit rating controversy. *CFR*, out. 2015. Disponível em: <http://www.cfr.org/financial-crises/credit-rating-controversy/p22328>. Acesso em: 29 abr. 2018.
- ANSTEY, C. China set to expand opening to \$9 trillion bond market. *Bloomberg Markets*, 2017. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-06-27/china-s-next-global-market-integration-target-looms-in-bonds>. Acesso em: 15 fev. 2018.

BALDING, C. China's hunger for capital is behind market opening. *Bloomberg, Economics*, fev. 2019. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-02-10/china-s-capital-drain-is-driving-financial-markets-opening>. Acesso em: 4 maio 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Circular*, n. 4.028, 23 jun. 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/especialnor/Circular4028.pdf>. Acesso em: 22 ago. 2020.

BANK OF ENGLAND. Financial stability report. *Bank of England*, n. 22, oct. 2007. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-report/2007/october-2007.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2018.

BBC. Iran dropped by US rating agency. *BBC News World Edition*, jun. 2002. Disponível em: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/2023568.stm>. Acesso em: fev. 2018.

BIS. Summary of debt securities outstanding, 2019. Disponível em: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/c1>. Acesso em: 15 maio 2020.

BONE, R. B.; RIBEIRO, E. P. Informational content of corporate ratings in a developing country: the case of Brazilian firms. *Economics Bulletin*, v. 33, p. 33-45, 2013.

BRANDÃO, F. C. *Sistema financeiro chinês: caracterização, processo de internacionalização bancária e principais mudanças após a crise de 2008*. Trabalho de conclusão de curso (Graduação) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2014.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; GONZALEZ, L.; LUCINDA, C. Crises financeiras nos anos 1990 e poupança externa. *Nova economia*, Belo Horizonte, v. 18, n. 3, p. 327-357, dez. 2008. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0103-63512008000300001&lng=pt&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-63512008000300001&lng=pt&nrm=iso). Acesso em: 03 out. 2020.

CARVALHO, M. H. *A economia política do sistema financeiro chinês (1978-2008)*. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional, UFRJ, 2013.

CHAMPSAUR, A. The Regulation of Credit Rating Agencies in the US and the EU: Recent Initiatives and Proposals. *LLM paper*, Harvard Law School, 2005.

CHEN, A. H. *et al.* China's corporate bond market development. *The Chinese Economy*, v. 44, n.5, p. 6-33, 2014.

CHINA BANKING AND INSURANCE REGULATORY COMMISSION OFFICIALLY UNVEILED. *CBRC*, 04 set. 2018. (Press release). Disponível em:



<http://www.cbrc.gov.cn/EngdocView.do?docID=F495CC398DAD4FA4B10B0B25A8BDC9E5/>. Acesso em: 18 ago. 2020.

CHINA BANKING NEWS. Beijing launches 11 measures for further opening of China's financial sector, interbank bond market the focus. *China Banking News*, 21 jul.2019. Disponível em: <http://www.chinabankingnews.com/2019/07/21/beijing-launches-11-measures-for-further-opening-of-chinas-financial-sector/>. Acesso em: 3 jun. 2020.

CSRC. Notice on public consultation for the measures for the administration of domestic securities and futures investment by qualified foreign institutional investors and RMB qualified foreign institutional investors (consultation paper) and the supporting rules. *China Securities Regulatory Commission*, 31 jan. 2019. Disponível em: [http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc\\_en/newsfacts/PressConference/201901/t20190131\\_350613.html/](http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/newsfacts/PressConference/201901/t20190131_350613.html/). Acesso em: 3 jun. 2020.

DAGONG. Global Credit Rating. *The aurora of international credit rating system reform*, 2017. Disponível em: <http://www.dagonghk.com/upload/rating/1374474894617.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2018.

DEVONSHIRE-ELLIS, C. Investing in emerging belt & road initiative stock markets in central Asia. *Silk Road Briefing*, 29 abr. 2020. Disponível em: <https://www.silkroadbriefing.com/news/2020/04/27/investing-emerging-belt-road-initiative-stock-markets-central-asia/>. Acesso em: 22 jun. 2020.

DHAWAN, R.; YU, F. Are credit ratings relevant in China's corporate bond market? *The Chinese Economy*, v. 48, p. 235-250, 2015.

ELKHOURY, M. Credit rating agencies and their potential impact on developing countries. *UNCTAD*, Nova York, Genebra: United Nations, 2008. (Discussion papers n. 186).

ELLIOTT, D. J.; YAN, K. The chinese financial system an introduction and overview. *China Center*, Booking Institute, jul. 2013. Disponível em: <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/chinese-financial-system-elliott-yan.pdf>. Acesso em: 3 jun. 2020.

ENGDAHL, W. Russia and China: watch out moody's, here we come! *New Eastern Outlook*, 2015. Disponível em: <https://journal-neo.org/2015/01/22/watch-out-moody-s-here-we-come/>. Acesso em: 1 maio 2018.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, v. 25, n. 2, maio 1970.

FIGHT, A. *Understanding international bank risk*. Cornwall: John Wiley & Sons Ltd, 2004.

FRIDSON, M. Bond rating agencies: conflicts and competence. *Journal Applied Corporate Finance*, v. 22, n. 3, 2010.

GALBRAITH, A. S&P global rates China domestic issuer in first by foreign agency. *Reuters*, 11 jul. 2019. Disponível em: <https://www.reuters.com/article/us-china-ratings/sp-global-rates-china-domestic-issuer-in-first-by-foreign-agency-idUSKCN1U60NP>. Acesso em: 10 jun. 2020.

GERBASE, L. *O papel das agências de avaliação de crédito no sistema internacional*. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2018.

GORDON, G. Industry wrote provision that undercuts credit-rating overhaul. *McClatchy*, 2013. Disponível em: <http://www.mcclatchydc.com/news/nation-world/national/economy/article24751870.html#.Uidbt6typeSo>. Acesso em: 30 abr. 2017.

HEMRAJ, M. *Credit rating agencies self-regulation, statutory regulation and case law regulation in the United States and European Union*. New York: Springer International Publishing, 2015.

HUANG, F. The futures of Chinese capital markets. *Jersey's Institute of Law Journal*, v. 1, p. 81-91, 2017.

HUANG, Y.; WANG, X. Does financial repression inhibit and facilitate economic growth: a case study of China's reform experience. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, v. 73, n. 6, 2011. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1468-0084.2011.00677.x>. Acesso em: 4 maio 2019.

IMF. People's Republic of China, *Selected Issues*. 14 ago. 2017. Disponível em: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2017/cr17248.ashx>. Acesso em: 15 jan. 2020.

JINPING, X. *A governança da China*. v. 2. Rio de Janeiro: Contraponto: Foreign Language Press, 2019.

KENNEDY, S. China's emerging credit rating industry: the official foundations of private authority. *The China Quarterly*, v. 193, p. 65-83, mar. 2008.

KERWER, D. Holding global regulators accountable: the case of credit rating agencies. *Governance*, v. 18, n. 3, p. 453-75, 2005.

KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest and money*. Ney York: Harvest/HBJ Book, 1964.

KRUCK, A. *Private ratings, public regulations credit rating agencies and global financial governance*. New York: Palgrave Macmillan, 2011.

LANGOHR, H.; LANGOHR, P. *The rating agencies and their credit ratings what they are, how they work and why they are relevant*. England: Wiley and Sons Ltd., Publication, 2008.

LIN, L-W.; MILHAUPT, C. J. Bonded to the state: a network perspective on China's corporate debt market. *Journal of Financial Regulation*, v. 3, p. 1-39, 2017.

LIVINGSTON, M. *et al.* Are chinese credit ratings relevant? A study of the chinese bond. *Journal of Banking and Finance*, n. 87, p. 216-232, 2018.

MATHIS, J.; MCANDREW, J.; ROCHET, J-C. Rating the raters: are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies? *Journal of Monetary Economics*, v. 56, p. 657-67, 2009.

MEDEIROS, C. A. A economia política da crise e da mudança estrutural na Ásia. *Economia e Sociedade*, v. 10, n. 2, p. 33-54, 2001.

MINSKY, H. P. *Can it happen again? Essays on stability and finance*. New York: M. E. Sharpe, 1982.

MINSKY, H. P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

MOODY'S INVESTOR SERVICE. *Rating action: Moody's downgrades China's rating to A1 from Aa3 and changes outlook to stable from negative*. 24 may 2017. Disponível em: [http://www.n3d.eu/\\_medias/n3d/files/doc\\_Editorial/Moody's\\_China\\_downgrade.pdf](http://www.n3d.eu/_medias/n3d/files/doc_Editorial/Moody's_China_downgrade.pdf). Acesso em: 27 jan. 2018.

NEWSWIRES, D. J. China: abertura às agências internacionais de rating não será fácil. *Valor Econômico*, 6 nov. 2017.

PÚBLICO. *Nobel diz que agências de rating podem precipitar nova crise*. 2011. Disponível em: <https://www.publico.pt/2011/07/16/economia/noticia/nobel-diz-que-agencias-de-rating-podem-precipitar-nova-crise-1503238>. Acesso em: 20 jan. 2018.

OECD. China's belt and road initiative in the global trade, investment and finance landscape. *Business and Finance Outlook*, 2018 Disponível em: <https://www.oecd.org/finance/Chinas-Belt-and-Road-Initiative-in-the-global-trade-investment-and-finance-landscape.pdf>. Acesso em: 22 jun. 2020.

OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development). Competition and credit rating agencies. *Hearings, directorate for financial and enterprise affairs competition committee*, 5 out. 2010. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/competition/46825342.pdf>. Acesso em: 22 jun. 2020

OKAZAKI, K.; HATTORI, M.; TAKAHASHI, W. The challenges confronting the banking system reform in China: an analysis in light of Japan's experience of financial liberalization. *IMES, Discussion Paper Series*, n. 2011-E-6, 2011.

PARTNOY, F. How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers. In: FUCHITA, Y.; LITAN, R. E. (Eds.). *Financial Gatekeepers: can they protect investors*. Washington, DC: Brookings Institute, 2006, p. 59-99.

PAUDYN, B. *Credit ratings and sovereign debt: the political economy of credit worthiness through Risk and uncertainty*. New York: Palgrave Macmillan, 2014.

PETERS, M. A. The Chinese dream: Xi Jinping thought on socialism with Chinese characteristics for a new era. *Educational Philosophy and Theory*, v. 49, n. 14, p. 1-6, 2017.

PHAM, P. *Who owns China's bond market?* 28 fev, 2018. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/peterpham/2018/02/28/who-owns-chinas-bond-market/#1b5da6874361>. Acesso em: 30 abr. 2019.

POLLOCK, A. J. End the government-sponsored cartel in credit ratings. *American Enterprise Institute for Public Policy Research*, Washington, Jan. 2005.

POON, W. P. H.; CHAN, K. C. The effects of credit ratings on stock returns in China. *The Chinese Economy*, v. 41, n. 2, p. 34-55, Mar-Apr. 2008.

RADELET, S.; SACHS, J. O despontar da crise financeira do Leste Asiático. In: KRUGMAN, P. (org.). *Crises Monetárias*. São Paulo: Makron Books, 2001.

RIVLIN, A. M.; SOROUSHIAN, J. B. Credit rating agency reform is incomplete. *Brookings Report*, 6 mar. 2017. Disponível em: <https://www.brookings.edu/research/credit-rating-agency-reform-is-incomplete/#footref-3>. Acesso em: 19 abr. 2018.

SCHROETER, U. G. Credit ratings and credit rating agencies. In: CAPRIO, G. (Ed.). *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*. Massachusetts: Academic Press, 2013, p. 379-390.

SCHWARCZ, S. L. Private ordering of public markets: the rating agency paradox. *University of Illinois Law Review*, v. 1, p. 1-28, 2002.

SEC. Annual report on nationally recognized statistical rating organizations: as required by section 6 of the credit rating agency reform act of 2006. *U.S Securities*

and Exchange Commission, Dec. 2016. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/2016-annual-report-on-nrsros.pdf>. Acesso em: 18 jan. 2018.

SEC. Credit Rating Agencies and Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs). *U.S Securities and Exchange Commission*, 31 may, 2013. Disponível em: <https://www.sec.gov/answers/nrsro.htm>. Acesso em: 23 ago. 2020.

SEC. In the matter of the application of Dagong Global Credit Rating Co., LTD. *U.S Securities and Exchange Commission*, 22 Sept. 2010. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/opinions/2010/34-62968.pdf>. Acesso em: 3 jun. 2020.

SEC. Report on the role and function of credit rating agencies in the operation of the securities markets. *U.S Securities and Exchange Commission*, Jan. 2003. Disponível em: [www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf](http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf). Acesso em: 3 jan. 2018.

SEC. Updated investor bulletin: the ABCs of credit ratings. *U.S Securities and Exchange Commission*, 2017. Disponível em: <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/alerts-bulletins/updated-investor-bulletin-abcs-credit-ratings>. Acesso em: 3 jan. 2018.

SERRANO, F.; PIMENTEL, K. Será que “acabou o dinheiro”? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 21, n. 2, 2017.

SHENG, J. The debt ratings debate and China’s emerging credit rating industry: regulatory issues and practices. *Athens Journal of Law*, v. 5, n. 4, oct. 2019.

SHUQUAN, H. China removes quota restrictions on QFII, RQFII to boost financial opening. *China.org.cn*, 16 Sept. 2019. Disponível em: [http://www.china.org.cn/opinion/2019-09/16/content\\_75209317.html](http://www.china.org.cn/opinion/2019-09/16/content_75209317.html). Acesso em: 02 jun. 2020.

SINCLAIR, T. *The new masters of capital: american bond rating agencies and the politics of creditworthiness*. New York: Cornell University, 2005.

SMITH, H.; TREANOR, J. Papandreou slams rating agencies “trying to shape Greece’s future”. *The Guardian*, Apr. 2011. Disponível em: <https://www.theguardian.com/world/2011/apr/22/papandreou-slams-ratings-agencies>. Acesso em: 11 out. 2017.

STIGLITZ, J.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, v. 71, n. 3, 1981.

SY, A. The systemic regulation of credit rating and rated markets. *IMF Working Paper*, June 2009.

TILLMAN, V. Testimony of Vickie A. Tillman, executive vice president, Standard & Poor's Credit Market Services, before the committee on banking, housing and urban affairs. *United States Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*. United States Senate: 26 Sept. 2007.

TIROLE, J. *The theory of corporate finance*. New Jersey: Princeton University Press, 2006.

TONG, D. *The heart of economic reform: China's banking reform and State enterprise restructuring*. Dissertation – RAND Graduate School, 1999.

UCRG (Universal Credit Rating Group). *Reform objective*, [S.d.]. Disponível em: <http://www.ucrgratings.com/reform/objective.html>. Acesso em: 23 fev. 2018.

WANG, L. *et al.* Growth and challenges in the development of institutional investors in China. In: CUMMING, D. *et al* (Ed.). *Developing China's capital market experiences and challenges*. New York: Palgrave Macmillan, 2013.

WELLS, P. China's credit rating cut to A1 by Moody's, stocks and renminbi fall. *Financial Times*, 23 May 2017. Disponível em: <https://www.ft.com/content/ca1d9cea-1e92-33e9-b717-a412d01a0e33>. Acesso em: 23 fev. 2018.

YANFEI, W.; ZHIMING, X. Beijing rebuts credit rating downgrade. *China Daily*, 25 May 2017. Disponível em: [http://www.chinadaily.com.cn/business/2017-05/25/content\\_29486432.htm](http://www.chinadaily.com.cn/business/2017-05/25/content_29486432.htm). Acesso em: 23 fev. 2018.

YANG, A. The bond market of China: innovation, integration and internationalization. Apresentação de slides. For *ACRAA*, Conference in Bahrain, 23 Apr. 2018. Disponível em: <http://acraa.com/publication.asp>. Acesso em: 19 maio 2018.

**Autor correspondente:**

Marcelo Pereira Fernandes  
E-mail: [mapefe@bol.com.br](mailto:mapefe@bol.com.br)

Recebido em: 25/07/2019.

Aceito em: 10/08/2021.