

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
PUC-SP

Pedro Ernesto de Freitas e Silva

Quem define o risco e a sua arquitetura global?:
Uma compreensão a partir do *rating* soberano e do poder estrutural na Policrise

Mestrado em Relações Internacionais

São Paulo – SP
2026

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
PUC-SP

Pedro Ernesto de Freitas e Silva

Quem define o risco e a sua arquitetura global?:
Uma compreensão a partir do *rating* soberano e do poder estrutural na Policrise

Dissertação apresentada à banca examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Relações Internacionais, na área de concentração “Instituições, Processos e Atores”, na linha de pesquisa “Economia Política Internacional”, sob a orientação da Prof.^a Dr.^a Cláudia Alvarenga Marconi.

São Paulo - SP

2026

Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”
Instituto de Políticas Públicas e Relações Internacionais – Biblioteca
Graziela Helena Jackyman de Oliveira – CRB 8/8635

Silva, Pedro Ernesto de Freitas e.

S586 Quem define o risco e a sua arquitetura global? : uma compreensão a partir do *rating* soberano e do poder estrutural na Policrise / Pedro Ernesto de Freitas e Silva. – São Paulo, 2026.

105 f. : il.; 30 cm.

Orientadora: Claudia Alvarenga Marconi.

Dissertação (Mestrado em Relações Internacionais) – UNESP/UNICAMP/PUC-SP, Programa de Pós-graduação em Relações Internacionais San Tiago Dantas, São Paulo, 2026.

1. Finanças internacionais. 2. Risco (Economia) – Brasil – História. 3. Risco (Economia) – Estados Unidos – História. I. Título.

CDD 332.042

IMPACTO POTENCIAL DESTA PESQUISA

A pesquisa expõe, com mapas e dados empíricos, a assimetria na classificação de risco entre países de renda alta e renda média e baixa. Ao revelar o viés estrutural das agências de *rating*, o estudo desmistifica sua suposta neutralidade técnica e fundamenta a crítica e as propostas de reforma na governança e na arquitetura financeira internacional.

POTENTIAL IMPACT OF THIS RESEARCH

The research exposes, through maps and empirical data, the asymmetry in risk classification between high-income and middle- and low-income countries. By revealing the structural bias of rating agencies, the study demystifies their supposed technical neutrality and provides a foundation for critique and for reform proposals in international financial governance and architecture.

IMPACTO POTENCIAL DE ESTA INVESTIGACIÓN

La investigación expone, con mapas y datos empíricos, la asimetría en la clasificación del riesgo entre países de renta alta y países de renta media y baja. Al revelar el sesgo estructural de las agencias calificadoras de riesgo, el estudio desmitifica su supuesta neutralidad técnica y fundamenta la crítica y las propuestas de reforma en la gobernanza y en la arquitectura financiera internacional.

PEDRO ERNESTO DE FREITAS E SILVA

Quem define o risco e a sua arquitetura global?:

Uma compreensão a partir do *rating* soberano e do poder estrutural na Policrise

Dissertação apresentada à banca examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Relações Internacionais, na área de concentração “Instituições, Processos e Atores”, na linha de pesquisa “Economia Política Internacional”, sob a orientação da Prof.^a Dr.^a Cláudia Alvarenga Marconi.

BANCA EXAMINADORA

Prof.^a. Dr.^a Cláudia Alvarenga Marconi (Pontifícia Universidade Católica de São Paulo)

Prof.^a. Dr.^a Cristina Soreanu Pecequilo (Universidade Federal de São Paulo)

Prof.^o. Dr.^o Francisco Luiz Marzinotto Júnior (Universidade Estadual de Minas Gerais)

São Paulo, 27 de agosto de 2026.

Dedicado à memória de meus avós
Haroldo, Vilma e Wilson, e à minha avó
Cezarina, com todo o meu amor e carinho.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais por me ensinarem, desde criança, o valor inestimável de estar e ocupar a universidade pública brasileira. Estive, estou e seguirei nessas instituições para orgulhá-los e contribuir para a sociedade. Tudo já foi dito, mas agradeço por uma criação tão presente e atenta, que priorizou uma sólida estrutura educacional para mim e para o meu irmão, Antônio. Foi isso que me trouxe até aqui e é por isso que realizei os meus maiores sonhos até agora.

Agradeço à minha tia Irene pelo apoio incondicional na minha vida paulistana, pelo incentivo incessante aos estudos e por me acolher tão carinhosamente há praticamente uma década na cidade em que decidi viver e sonhar. Foi somente com essa infraestrutura afetiva e material que pude me dedicar a tantos anos de estudos ininterruptos.

Agradeço ao meu parceiro de vida e meu grande amor, Mikael, que celebra minhas conquistas, me acolhe em momentos de frustração, me incentiva durante a improdutividade e me faz sorrir mesmo em dias ruins. Mais do que tudo isso, agradeço por me lembrar de que não podemos menosprezar as decisões que tomamos com o coração, pois elas valem muito! Você me inspira a ser um pesquisador melhor todos os dias.

Agradeço ao meu amigo Renato Ortega, que acompanhou de perto quase toda a minha jornada universitária, na graduação e pós-graduação. Por estar sempre um passo à frente, como veterano, ele se tornou minha maior fonte de inspiração, me mostrando, na prática, que é possível alcançar grandes conquistas no meio acadêmico. Estendo meus agradecimentos também aos meus amigos e veteranos Maurício e Matheus.

Agradeço aos meus amigos e colegas de turma, em especial a Amauri, David, Felipe, Rafaela e Nathalia, que fizeram parte da minha rede de apoio e inspiração no dia a dia da correria acadêmica, de forma tão acolhedora e generosa, cada um à sua maneira. Vocês fizeram estes anos serem muito melhores e mais proveitosos! Estendo meu agradecimento à Paula, Lais, Guilherme, Jonas, Nicolle, Julia, Sonia e Yaya por quem também nutri muito carinho e em quem me inspiro bastante.

Estendo ainda meus agradecimentos à professora Cristina Pecequilo e ao professor Francisco Marzinotto por aceitarem compor a banca examinadora de defesa de mestrado e pelas sugestões realizadas ao trabalho, sempre com o objetivo de aprimorar a produção científica no campo das Relações Internacionais e a minha formação como pesquisador.

Agradeço à equipe do Programa San Tiago Dantas, em nome de Giovana, Isabela, Graziela, Mauro, Jeferson, Álvaro e do nosso colega Rafa Almeida, pelo trabalho, pela dedicação e por zelarem pelo espaço do aquário na sede do programa.

Agradeço à minha orientadora, Claudia Marconi, por permanecer presente, cuidadosa, atenciosa e compreensiva perante todas as circunstâncias nesses dois anos e meio de pesquisa. Nossos cafés, conversas e orientações, mesmo quando começavam aflitos, sempre terminavam tranquilos.

Agradeço aos representantes discentes destes últimos três anos por darem voz às demandas dos estudantes nas instâncias de tomada de decisão do programa e das universidades conveniadas.

Agradeço à minha grande família por sempre me incentivar a seguir aquilo que amo e por celebrar juntos cada passo acadêmico dado, desde o ensino básico até a pós-graduação.

Agradeço ao meu terapeuta, Arthur, por me lembrar de que é possível escrever em meio a tantas inquietações, frustrações e vontade de procrastinar. Obrigado por mostrar que sim, é possível fazer um pouco todos os dias.

Agradeço aos meus grandes amigos, Alexandre, Bárbara, Bryan, Emily, Raíssa, Bianca, Luiza, Letícia, Gustavo, Raphael, Vinícius, Karen, João e Willian por seguirem presentes, à sua maneira, na minha vida, valorizando, celebrando e acreditando nos caminhos que tenho percorrido até aqui. Contar cada conquista para vocês dá ainda mais sentido ao que venho construindo.

Agradeço à equipe da Associação Abraço Cultural, instituição onde trabalhei durante grande parte do curso de mestrado, que não só me apoiou neste outro compromisso, como me incentivou a seguir estudando durante meu processo de despedida. Agradeço especialmente a Bia, Dani, Cacau e à Prof. Ludmila.

Agradeço também aos professores José Alexandre Hage, Cristina Pecequilo, Fábio Luís Barbosa dos Santos, João Amorim e André Singer, grandes inspirações em suas respectivas áreas de pesquisa, que me orientaram em diferentes momentos da minha trajetória universitária e formaram meu desejo de seguir à docência. Terei parte de cada um de vocês nas minhas futuras aulas.

Agradeço, por fim, a todos os funcionários do IPPRI, da UNESP, da UNICAMP e da PUC-SP por garantirem o suporte institucional, burocrático, técnico e pedagógico indispensável à excelência deste programa inédito de pós-graduação em Relações Internacionais.

Diante dos muitos desafios enfrentados pela universidade pública, é um orgulho concluir este mestrado em meio a uma grande conquista coletiva: a ascensão do programa à nota 6 na CAPES.

Como a Inglaterra, os Estados Unidos também exportarão, a partir da Segunda Guerra Mundial, a doutrina do livre câmbio e do livre comércio e da livre concorrência, *mas só para o consumo alheio*. O Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial nasceram juntos para negar aos países subdesenvolvidos o direito de proteger suas indústrias nacionais e para, neles, esmorecer a ação do Estado. Serão atribuídas infalíveis propriedades curativas à iniciativa privada. No entanto, os Estados Unidos não abandonaram uma política econômica que continua sendo, na atualidade, rigorosamente protecionista e que, por certo, presta bom ouvido às vozes da própria história: no Norte, nunca confundiram a doença com o remédio.

Eduardo Galeano, *As veias abertas da América Latina* (p. 288)

RESUMO

Esta dissertação investiga em que medida a arquitetura de avaliação de risco soberano operada pelas agências de classificação de crédito (ACRs), com foco na Standard & Poor's (S&P), reproduz assimetrias de poder entre países de renda alta e países de renda média e baixa, e como esse enviesamento se manifesta e se intensifica no contexto da atual policrise. A partir do conceito de poder estrutural de Susan Strange, articulado ao conceito de sistemas peritos e autoridade privada, argumenta-se que as agências de *rating* operam como vetores do poder estadunidense, exercendo, simultaneamente, domínio nas dimensões financeira e do conhecimento na governança global do risco, produzindo avaliações que tendem a manter países ricos em grau de investimento, não por manipulação deliberada, mas sobretudo pela reprodução estrutural dessa proximidade com os EUA. Metodologicamente, a pesquisa combina uma cartografia temática dos *ratings* soberanos globais, elaborada no software QGIS, e a análise de estudos de caso pareados que comparam a trajetória dos *ratings* soberanos dos Estados Unidos e do Brasil entre 2008 e 2026. Os resultados demonstram que os Estados Unidos preservaram o grau de investimento mesmo diante do crescimento expressivo de sua dívida bruta em relação ao Produto Interno Bruto (PIB), enquanto o Brasil perdeu integralmente o grau de investimento em 2015 com um nível de endividamento proporcionalmente inferior ao americano, evidenciando uma assimetria no tratamento de fundamentos fiscais comparáveis.

Palavras-chave: Poder Estrutural; Agências de *Rating*; Risco Soberano; Governança Global; Policrise.

ABSTRACT

This dissertation investigates the extent to which the sovereign risk assessment architecture operated by credit rating agencies (CRAs), with a focus on Standard & Poor's (S&P), reproduces power asymmetries between high-income and middle- and low-income countries, and how this bias manifests and intensifies within the context of the current polycrisis. Drawing on Susan Strange's concept of structural power, articulated with the concepts of expert systems and private authority, it is argued that rating agencies operate as vectors of United States power, exercising dominance simultaneously in the financial and knowledge dimensions of global risk governance, producing assessments that tend to keep wealthy countries at investment grade, not through deliberate manipulation, but chiefly through the structural reproduction of their proximity to the United States. Methodologically, the research combines thematic cartography of global sovereign ratings, developed in QGIS software, with the analysis of paired case studies comparing the trajectory of sovereign ratings for the United States and Brazil between 2008 and 2026. The results show that the United States retained its investment grade despite a substantial increase in its gross debt relative to Gross Domestic Product (GDP), whereas Brazil lost its investment grade entirely in 2015 with a proportionally lower level of indebtedness than that of the United States, evidencing an asymmetry in the treatment of comparable fiscal fundamentals.

Keywords: Structural Power; Rating Agencies; Sovereign Risk; Global Governance; Polycrisis.

RESUMEN

Esta disertación investiga en qué medida la arquitectura de evaluación del riesgo soberano operada por las agencias calificadoras de riesgo crediticio (ACRs), con foco en Standard & Poor's (S&P), reproduce asimetrías de poder entre países de renta alta y países de renta media y baja, y cómo este sesgo se manifiesta y se intensifica en el contexto de la actual policrisis. A partir del concepto de poder estructural de Susan Strange, articulado con los conceptos de sistemas expertos y autoridad privada, se argumenta que las agencias calificadoras operan como vectores del poder estadounidense, ejerciendo, simultáneamente, dominio en las dimensiones financiera y del conocimiento en la gobernanza global del riesgo, produciendo evaluaciones que tienden a mantener a los países ricos en grado de inversión, no por manipulación deliberada, sino sobre todo por la reproducción estructural de esa proximidad con los Estados Unidos. Metodológicamente, la investigación combina una cartografía temática de las calificaciones soberanas globales, elaborada en el software QGIS, con el análisis de estudios de caso pareados que comparan la trayectoria de las calificaciones soberanas de los Estados Unidos y de Brasil entre 2008 y 2026. Los resultados demuestran que los Estados Unidos preservaron el grado de inversión aun frente al crecimiento expresivo de su deuda bruta en relación con el Producto Interno Bruto (PIB), mientras que Brasil perdió por completo el grado de inversión en 2015 con un nivel de endeudamiento proporcionalmente inferior al estadounidense, evidenciando una asimetría en el tratamiento de fundamentos fiscales comparables.

Palabras clave: Poder Estructural; Agencias Calificadoras de Riesgo; Riesgo Soberano; Gobernanza Global; Policrisis.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 –	Pilares da Avaliação de Risco Soberano	47
Gráfico 1 –	Panorama dos <i>Ratings</i> Soberanos por Agência e Região, 2023	50
Mapa 1 –	<i>Ratings</i> Soberanos S&P 2026	63
Mapa 2 –	Classificação de Países por Nível de Renda (Banco Mundial, 2026).....	64
Gráfico 2 –	Trajetória Comparada do <i>Rating</i> Soberano de Longo Prazo em Moeda Estrangeira – S&P, EUA e Brasil (2008–2026)	79
Quadro 2 –	Comparação entre os Rebaixamentos Soberanos de EUA (2011) e Brasil (2015)	80

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 –	Escalas de Classificação de <i>Rating</i> das Big Three, separadas por Grau de Investimento e Grau de Especulação	46
------------	---	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACR	Agência de Classificação de Crédito (ou de Risco); no plural, ACRs
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BIS	Bank for International Settlements
BM	Banco Mundial
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CRA	Credit <i>Rating</i> Agency ou Agência de Classificação de Risco.
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ECAI	External Credit Assessment Institution ou Instituição Externa de Avaliação de Crédito.
EPI	Economia Política Internacional
ESMA	European Securities and Market Authority ou Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados.
FMI	Fundo Monetário Internacional
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade ou Acordo Geral sobre Tarifas Aduaneiras e Comércio
GGR	Governança Global do Risco
IDE	Investimento Direto no Exterior
MBS	Mortgage-Backed Securities
MDSD	Most Different Systems Design ou Desenho de Dessemelhança Deliberada.
MIGA	Multilateral Investment Guarantee Agency
NRSRO	Nationally Recognized Statistical <i>Rating</i> Organization
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OCR	Office of Credit <i>Ratings</i> , departamento da SEC responsável pela supervisão das ACRs.
OMC	Organização Mundial do Comércio
ONU	Organização das Nações Unidas
PIB	Produto Interno Bruto
PNUD	Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento
QGIS	Quantum Geographic Information System

RNB	Renda Nacional Bruta
S&P	Standard & Poor's
SEC	Securities and Exchange Commission ou Comissão de Valores Mobiliários dos EUA
UE	União Europeia
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development ou Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento
UNICEF	United Nations Children's Fund

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	16
2	ENQUADRAMENTO TEÓRICO: DA EPI AO PODER ESTRUTURAL STRANGEANO.....	23
2.1	A Economia Política Internacional como Campo em Disputa.....	24
2.2	O Poder Estrutural	28
3	AS AGÊNCIAS DE <i>RATING</i> E A GOVERNANÇA GLOBAL DO RISCO	37
3.1	Definições de Risco e a Sociedade do Risco.....	37
3.2	As Agências de Classificação de Risco.....	41
3.2.1	Histórico	42
3.2.2	Conceito e Definições.....	45
3.3	Agentes Híbridos, Autoridade Privada e Sistemas Peritos.....	50
4	A ARQUITETURA ENVIESADA DO RISCO EM MEIO A POLICRISE	57
4.1	O Mundo da Policrise.....	57
4.2	Uma Cartografia Enviesada do Risco.....	62
4.3	EUA e Brasil: Uma Comparação Assimétrica	74
4.3.1	Uma Breve Trajetória do <i>Rating</i> Soberano dos Estados Unidos.....	77
4.3.2	Uma Breve Trajetória do <i>Rating</i> Soberano do Brasil.....	78
4.3.3	Quadro-síntese comparativo	79
4.3.4	Limites da Comparação	83
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	85
	REFERÊNCIAS	90
	APÊNDICE - Classificação de Países e Territórios por Nível de Renda — Banco Mundial (Ano Fiscal 2026).....	101

1 INTRODUÇÃO

Em um mundo de crises simultâneas e interconectadas, a chamada *policrise* do século XXI, as interações entre Estados, organizações, empresas e indivíduos têm adquirido camadas e contornos cada vez mais profundos, marcados pelo risco e pela incerteza no cenário internacional. Fala-se da crise do multilateralismo (Lima; Albuquerque, 2021), da Democracia (Machado, 2022), do capitalismo democrático (Streeck, 2012) ou da Ordem Internacional Liberal (Pereira, 2025; Mearsheimer, 2018), mas também vive-se a crise inflacionária pós-pandêmica (Fundo Monetário Internacional, 2022), a crise geopolítica no Oriente Médio e Leste Europeu, a crise de imigração e as crises climáticas e ambientais, todas se sobrepondo e transcendendo fronteiras (Brosig, 2025), em um cenário marcado por instabilidade e apreensão que cruzam fronteiras.

Nos contextos políticos e econômicos, essa complexificação se reproduz por meio dos cálculos de risco na cooperação e/ou no conflito, bem como pela possibilidade de gestão, ou não, das relações entre os atores deste “ecossistema”. Sobretudo, a contemporaneidade trouxe um aprofundamento da demanda por gerenciamento de ações, impondo a necessidade de uma avaliação mais sofisticada e calibrada destes riscos, intenções e possibilidades, traduzindo-os em oportunidades e perigos, ganhos ou perdas, custos e benefícios (Rocha, 2014).

Desta forma, as análises destes riscos, que são desigualmente distribuídos em âmbito global, têm sido fundamentais para os tomadores de decisão em diversos fóruns públicos, privados, nacionais, internacionais e transnacionais. Tal importância evidencia-se na influência de agências de classificação de risco na governança internacional, como a *Standard & Poor's* (S&P), a *Moody's* e a *Fitch Ratings*, conhecidas como *Big Three* e consideradas termômetros de risco empresarial (*rating* corporativo) e soberano (*sovereign rating*). O primeiro é elaborado com base na avaliação da qualidade de operação e da gestão de empresas e multinacionais, enquanto o segundo se baseia em dados sociais, políticos e macroeconômicos de governos nacionais. Nessa paisagem do risco, os *stakeholders*, ou seja, os atores decisivos, como autoridades políticas e empresários, se guiam pela necessidade de gestão de crises que vêm se tornando cada vez mais frequentes e com soluções cada vez mais complexas.

Neste enquadramento, essa gama de serviços de análise de risco surge, em princípio, para suprir a demanda de grupos políticos e econômicos, construindo o que chamaremos aqui de Governança Global do Risco (GGR). Tal conceito de “governança global”, como

descreve Flávia Campos Mello (2011), é o conjunto integrado e complexo de regimes, normas e atores que “molda a configuração do sistema internacional, mas que pouco tem a ver com as crenças idealistas quanto à interdependência crescente em um mundo liberal do imediato pós-Guerra Fria”. Sobretudo, é uma estrutura que busca ordenar e dar estabilidade, regulando áreas como a economia (a ordem liberal protagonizada pelo Ocidente, por exemplo), as atividades nucleares, a exploração de petróleo, até as relações sociais e ambientais. Neste caso, os atores desta categoria de governança são os Estados, as empresas privadas, as agências de análise e gerenciamento de risco, além de organismos econômicos internacionais. A partir dessa definição, incluem-se e articulam-se as ideias de risco, e passamos a ter esse regime de atores que guiam, regulam e controlam a vida social, com base nos riscos políticos, econômicos, financeiros e regulatórios, para definir suas agendas, mobilizar recursos, defender interesses e evitar prejuízos.

A noção de risco tornou-se tão central nessa governança que o Fórum Econômico Mundial (2024) passou a publicar, anualmente, um relatório que elege 33 riscos globais, voltado à compreensão e à mitigação das ameaças mais prementes à estabilidade mundial. Nele, os riscos são categorizados em cinco domínios interdependentes: ambiental, econômico, geopolítico, social e tecnológico, que não devem ser vistos isoladamente, mas sim como partes de um sistema complexo e interconectado. Assim, ao incluir esse material em parte de seus relatórios oficiais do calendário, o Fórum torna-se um agente constitutivo da GGR.

Para Held e Roger (2013) e Bremmer (2009), a crise do subprime em 2008, nos EUA, um evento imprevisto que teve repercussão em todo o sistema financeiro global, é um marco-chave no cenário dos riscos, dado que expôs a fragilidade de um sistema tão integrado. Para os autores, tal crise aparece em meio a muitas outras, como conflitos monetários e comerciais; instabilidades geopolíticas no norte da África, no Golfo Pérsico e na Ásia Central e Oriental; e a emergência climática ligada aos sistemas hídricos e de alimentos, e à ameaça à biodiversidade, todas interconectadas, de uma forma ou de outra. Do “econômico ao ecológico” (Held; Roger, 2013), esse fenômeno de sobreposição de crises é marcado pelas conexões interdependentes de atores em todo o mundo, o que define o caráter internacional desta governança do risco.

Isto posto, com a crescente complexidade do cenário global, que caracteriza a atual policrise, a necessidade de compreender e gerenciar os riscos políticos e econômicos torna-se central para os atores da GGR. As agências de análise de risco de crédito (*rating*), ao produzirem materiais, elaborarem análises e estabelecerem padrões para administrar esses

riscos, colocam-se na posição de agentes híbridos, pois não são autoridades oficiais, mas definem as regras e manifestam opiniões que influenciam diretamente os posicionamentos no mercado. Possuindo, assim, uma legitimidade de fato, mas não de direito¹. No entanto, devido à sua natureza privada, seu método de produção de dados não é público, e sua responsabilidade perante potenciais equívocos é minimizada em comparação com a de agentes públicos, dado que seus estudos e avaliações são considerados “recomendações”. Ao se posicionarem (ou serem posicionadas) como árbitras e reguladoras do mercado financeiro, essas agências reproduzem o que Susan Strange (1994) denominou poder estrutural, sobretudo quando as entendemos como estabelecedoras de padrões (*standard setters*) dessas avaliações de risco, na tentativa de monopolizar as definições e os significados dos riscos.

Dentre as categorias de *rating* que as agências produzem, esta dissertação recorta-se no soberano, e não no corporativo, por duas razões complementares. Primeiro, porque é na avaliação de Estados, e não de empresas, que a assimetria entre países de renda alta e países de renda média e baixa se manifesta diretamente, ao determinar o custo e as condições de acesso de um país, como um todo, ao capital internacional. Segundo, porque o próprio *rating* corporativo tende a ser estruturalmente limitado pelo soberano do país onde a empresa está sediada, fenômeno que a literatura batiza de “teto soberano” (*sovereign ceiling*): como regra geral, poucas empresas recebem nota superior à do próprio Estado que as abriga (Borensztein; Cowan; Valenzuela, 2013). O *rating* soberano, portanto, não é apenas um recorte possível entre outros, mas a variável mais relevante para investigar como, de fato, o poder estrutural financeiro dos EUA se impõe entre os Estados.

Este trabalho visa, portanto, a dar luz às disputas de poder envolvidas na dinâmica da análise de risco e a compreender em que medida a arquitetura de avaliação de risco soberano operada pelas agências de *rating*, sobretudo a S&P (*Standard & Poor's*), reproduz assimetrias de poder entre países de renda alta e de renda média e baixa². Esse problema se

¹ A distinção entre legitimidade de fato e de direito remete à diferença entre autoridade efetivamente exercida e reconhecida na prática (*de facto*) e autoridade formalmente sancionada por um ordenamento jurídico ou político (*de jure*). Aplicada a atores privados na governança global, essa distinção é central na literatura sobre “autoridade privada” na Economia Política Internacional, segundo a qual atores como as agências de *rating* exercem poder regulatório de fato, na medida em que suas avaliações produzem efeitos materiais reconhecidos por mercados e governos, sem, contudo, deter mandato formal de direito público que os autorize a fazê-lo (Hall; Biersteker, 2002).

² Adota-se, neste trabalho, a classificação de renda estabelecida pelo Banco Mundial (World Bank, 2026) que divide as economias mundiais em quatro categorias: renda baixa, renda média-baixa, renda média-alta e renda alta, com base na Renda Nacional Bruta (RNB) per capita, calculada pelo método Atlas. Para fins de análise,

desdobra em três perguntas secundárias que orientam, respectivamente, os três capítulos que estruturam este trabalho: (i) sob qual lente teórica é possível compreender o poder das agências de classificação de risco para além de uma leitura estritamente técnica?; (ii) Como as agências de classificação se tornaram tão influentes na governança global do risco?; (iii) Que mecanismos estruturais ajudam a explicar o enviesamento das notas soberanas atribuídas pelas agências?

Assim, ao compreender as interações entre este tipo de stakeholder principal e outros atores (como o Estado e os demais agentes económicos) na estrutura da GGR, queremos investigar quais são as repercussões que esse modelo de atividade do mercado de classificação produz em termos políticos. Ao apresentar brevemente a produção de conhecimento destas agências privadas e analisar a emissão de *ratings* soberanos sobretudo da S&P, este estudo propõe uma compreensão crítica desta governança do risco, estabelecida sobretudo no mundo das finanças, dos derivativos e do capital especulativo.

A escolha do recorte da S&P, e não de outra CRA foi feita a partir dos seguintes aspectos: à sua maior disponibilidade pública de documentos; ao seu histórico mais robusto de classificações soberanas disponível, de possuir a maior participação de mercado entre as três grandes agências (S&P Global, 2025) e por considerar que há uma grande consistência entre as suas notas e as notas das outras duas agências (Loussouarn; Vasse, 2025), com pequenas margens de divergência, o que permite torná-la representativa do padrão do setor como um todo para essa dissertação.

Com o objetivo de ser um trabalho precursor na área, esta pesquisa gera valor académico ao articular o risco nas relações internacionais, tendo como pano de fundo a policrise, uma noção ainda muito recente no debate público, embora bastante utilizada na imprensa e em análises de conjuntura, por vezes de forma superficial. Ao desvelar os mecanismos e as relações de poder envolvidos nesse processo, este estudo contribui para um debate mais aprofundado sobre a governança do risco e para a formulação de análises mais calibradas às tendências que criam e são criadas em função de interesses privados, que utilizam suas análises para legitimar e reforçar, sobretudo, os interesses do mercado. Ao situar esse enviesamento no debate normativo em curso sobre a reforma da governança financeira internacional, do qual são exemplos a proposta de uma agência de *rating* pública e multilateral defendida pela UNCTAD (2020) e a futura *African Credit Rating Agency*,

as categorias de renda média-baixa e média-alta são agrupadas sob o termo "renda média". A classificação completa, por país, consta no Apêndice A.

iniciativa da União Africana, esta dissertação busca também inspirar a formulação de alternativas institucionais à atual arquitetura de avaliação do risco soberano.

Optou-se, neste trabalho, por adotar a classificação de renda do Banco Mundial (World Bank, 2026b) em detrimento da categorização, mais recorrente nas Relações Internacionais, entre “Norte Global” e “Sul Global”. Embora amplamente utilizada na literatura crítica e pós-colonial para descrever assimetrias estruturais entre países desenvolvidos e em desenvolvimento, essa divisão carrega um caráter relacional e político-histórico que nem sempre se alinha a critérios quantificáveis e replicáveis. Como observa Mahler (2017), o termo “Sul Global” não é uma categoria estritamente geográfica, mas uma construção político-econômica e discursiva, a ponto de a autora afirmar que “há Sul no Norte geográfico e Norte no Sul geográfico”, o que, para os fins desta pesquisa, dificulta a delimitação objetiva e replicável do universo de países analisados. Da mesma forma, Dados e Connell (2012) destacam que o termo funciona menos como critério classificatório e mais como referência a uma história compartilhada de colonialismo e desigualdade estrutural, o que reforça seu caráter interpretativo.

A classificação do Banco Mundial, por sua vez, baseia-se em um critério quantitativo único e transparente: a Renda Nacional Bruta (RNB) per capita, calculada pelo método Atlas, atualizada anualmente e aplicada de forma padronizada a todas as economias analisadas, o que confere à pesquisa maior objetividade e replicabilidade na definição de quais países compõem cada categoria. Sua legitimidade como critério analítico decorre não apenas de sua transparência metodológica, mas também de sua adoção disseminada por outras instituições internacionais. Conforme documentam Fantom e Serajuddin (2016), pesquisadores do próprio Departamento de Dados do Banco Mundial, a classificação, em sua forma atual, está em uso desde 1989 e tem origem no primeiro Relatório sobre o Desenvolvimento Mundial, de 1978. Ao longo desse período, ela se consolidou como referência para além dos usos internos do BM, sendo utilizada pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) para calcular cotas e poder de voto de seus membros; pela OCDE para determinar contribuições orçamentárias e a elegibilidade de países a crédito à exportação subsidiado e pela União Europeia para alocar recursos de seus fundos (Fantom; Serajuddin, 2016). Essa combinação de transparência metodológica, ampla adoção institucional e validade empírica confere à classificação do Banco Mundial a legitimidade necessária para operacionalizar, nesta pesquisa, a distinção entre países de renda alta e de renda média e baixa. Convém constatar, aliás, que tal instituição está inserida na governança estudada nesta dissertação, estabelecendo normas, padrões e objetivos para os demais atores que a

compõem.

Reconhece-se, contudo, que essa métrica não está isenta de limitações: por se tratar de uma média nacional, a RNB per capita pode esconder desigualdades internas de renda, tratando como equivalentes países com distribuições de riqueza muito distintas, e não captura, por si só, dimensões estruturais de poder e dependência que são justamente o objeto de investigação desta pesquisa (World Bank, 2026b). Ainda assim, sua adoção se justifica pelo ganho metodológico em precisão e consistência na delimitação do universo de países analisados, sem prejuízo do diálogo com a literatura crítica sobre assimetrias Norte-Sul, à qual este trabalho permanece analiticamente vinculado.

Do ponto de vista metodológico, esta dissertação também dialoga com a literatura de metodologia comparada, proposta por Przeworski e Teune (1970), e intitulada como *most different systems design* (MDSD), ou desenho de dessemelhança deliberada, onde seleciona-se casos que diferem entre si na maior parte de suas características, de modo que, se um padrão teoricamente previsto ainda assim se manifestar, a inferência de que ele decorre do fator isolado, e não de alguma semelhança contextual não observada entre os casos, torna-se mais robusta. Para os autores, essa estratégia é particularmente adequada quando o objetivo da pesquisa não é generalizar estatisticamente a partir de uma amostra representativa, mas sim testar se uma relação causal teoricamente postulada se sustenta mesmo sob condições estruturalmente adversas à sua ocorrência. Tal método será utilizado na comparação de rebaixamento de notas entre os Estados Unidos e o Brasil, desenvolvida na seção 4.3 desta dissertação. Os dois países foram selecionados por ocuparem polos opostos do sistema financeiro internacional, e não por qualquer semelhança de porte, região ou trajetória histórica, o que aproxima o desenho de um MDSD clássico. Mais do que isso, contudo, a variável de controle mais evidente entre os dois casos, a disciplina fiscal, mensurada pela relação dívida/PIB, aponta na direção contrária à do resultado observado: o Brasil chegava ao seu momento de rebaixamento em situação proporcionalmente mais sólida do que a dos Estados Unidos, que havia alcançado, e, ainda assim, recebeu o tratamento mais severo por parte da agência de classificação. Trata-se, como se reconhecerá ao final do trabalho, de um recorte ilustrativo baseado em apenas dois casos ($N=2$), cujos resultados não permitem, isoladamente, inferência estatística generalizável.

Para investigar essa estrutura de poder, esta dissertação se organiza em três movimentos analíticos. O primeiro, desenvolvido no Capítulo 2, constrói o aparato teórico-conceitual a partir da Economia Política Internacional heterodoxa, elegendo a produção teórica de Susan Strange como interpretação norteadora, que denominaremos visão

strangeana. É pela sua lente do poder estrutural que as agências de *rating* deixam de ser um ator exclusivamente técnico e passam também a ser um ator político na investigação. O segundo movimento, no Capítulo 3, reconstrói o objeto de análise em três etapas: primeiro, problematiza o próprio conceito de risco, evidenciando que suas definições não são neutras e carregam escolhas teóricas e interesses de quem os produz; em seguida, introduz brevemente o universo das agências de classificação de risco, descrevendo sua origem, seu modo de operação e seu lugar na governança econômica global; por fim, articula essa reconstrução aos marcos conceituais de autoridade privada e de sistemas peritos, que explicam, respectivamente, por que atores não estatais podem exercer funções regulatórias sem deter mandato público para tanto e por que essa autoridade se sustenta sem exigir contestação direta cotidiana. O terceiro movimento, no Capítulo 4, articula a análise desse fenômeno enquadrando-o policrise, recorte temporal caracterizado pela sobreposição de crises financeiras, climáticas, sanitárias e geopolíticas que tensiona o sistema internacional contemporâneo e torna ainda mais agudas as assimetrias produzidas pela arquitetura enviesada do risco. Para sustentar esse argumento, o capítulo reúne três camadas de evidência: uma cartografia temática das notas soberanas, a revisão de literatura sobre o enviesamento das agências, e a comparação de dois estudos de caso pareados que acompanham, entre 2008 e 2026, a trajetória do *rating* soberano atribuído pela S&P aos Estados Unidos e ao Brasil.

Para tornar essa cartografia tangível, o capítulo mobiliza dois recursos metodológicos complementares: tabelas descritivas elaboradas a partir dos dados públicos de classificação soberana que permitem comparar sistematicamente as notas atribuídas a diferentes países e identificar padrões de distribuição; e mapas temáticos produzidos com o software QGIS, que traduzem esses dados em representação geoespacial, tornando visível quais regiões concentram as notas mais elevadas, quais são sistematicamente rebaixadas e quais sequer figuram nas avaliações das agências.

2 ENQUADRAMENTO TEÓRICO: DA EPI AO PODER ESTRUTURAL STRANGEANO

Para construir o aparato teórico-conceitual que sustenta esta pesquisa, este capítulo adota a Economia Política Internacional (EPI) heterodoxa como campo de referência e elege a obra de Susan Strange como eixo condutor da análise. Antes de aplicar essa lente ao objeto empírico das agências de *rating*, contudo, é necessário situar a EPI como um campo em disputa nas Relações Internacionais, delimitando os critérios teóricos e metodológicos que orientam a revisão bibliográfica proposta (seção 2.1). Somente então será possível aprofundar o conceito central que orienta toda a interpretação crítica deste trabalho: o poder estrutural (seção 2.2), lente que permitirá, nos capítulos seguintes, compreender as agências de classificação de risco não apenas como atores exclusivamente técnicos, mas também como atores políticos na governança global do risco.

Como um trabalho que pensa sobre o poder que permeia as relações entre Estados e mercados, esta pesquisa vai se debruçar sobre o arcabouço teórico e conceitual da Economia Política Internacional (EPI), definida como disciplina acadêmica e concebida como o campo de estudos que se concentra na existência paralela e nas relações mútuas e dinâmicas entre o poder e a busca pela riqueza nas Relações Internacionais (Gilpin, 1975). Deste debate sobre os Estados e os mercados, Susan Strange, notória pesquisadora britânica em economia política, destaca-se como principal referência, ao avaliar que as disciplinas políticas e econômicas estavam se fechando em si mesmas.

Para a autora, os cientistas políticos e internacionalistas (com o domínio do realismo), reduziram a dialética do espaço internacional apenas entre a dualidade de guerra e paz entre os Estados-nação, e os economistas (clássicos), aos modelos econômicos puros de explicação do mercado (Battistella, 2014). A EPI, assim, surge como uma ferramenta conceitual inovadora que permite, incentiva e propõe um diálogo para pensar politicamente a economia mundial e, economicamente, a política internacional. Assim, a revisão de literatura proposta para este capítulo adotou como estratégia fundamental o mapeamento das matrizes teóricas que investigam essa interseção entre o poder político e a riqueza econômica.

Para tanto, os critérios de inclusão bibliográfica priorizam a corrente heterodoxa da Economia Política Internacional, elegendo Susan Strange como a figura central e o eixo condutor deste mapeamento teórico-conceitual. Em vez de tratar sua obra de forma pontual, a revisão buscou acompanhar a evolução cronológica e o amadurecimento do seu histórico

de pesquisa na área, que avança desde a formulação seminal das quatro estruturas do poder (*States and Markets*, 1988) até o diagnóstico posterior sobre a difusão da autoridade e a emergência do poder privado transnacional e suas consequências (*The Retreat of the State*, 1996). Delimitou-se, como critério de exclusão, as análises estritamente conjunturais ou focadas em volatilidades políticas e econômicas de curto prazo. Tal escolha metodológica justifica-se pelo entendimento de que os fenômenos imediatos, como as oscilações cotidianas dos mercados financeiros ou as transições político-partidárias no governo, são insuficientes para explicar a perenidade das assimetrias do sistema internacional. Focar o escopo analítico na conjuntura imediata correria o risco de produzir um diagnóstico superficial e desatualizado. Em contrapartida, ao preterir o factual em favor de uma abordagem estrutural, a pesquisa ganha densidade analítica, permitindo identificar as continuidades históricas e os mecanismos profundos de dominação que permanecem operantes independentemente de crises passageiras (Braudel, 1965).

A escolha qualitativa de reconstruir o avanço temporal do pensamento de Strange justifica-se metodologicamente pela necessidade de demonstrar como sua lente epistemológica torna-se cada vez mais adequada para explicar o cenário político atual. É precisamente esse amadurecimento teórico que revela novos paradigmas de sua própria teoria, lançando ao debate a questão dos atores privados, que nos permite mostrar o avanço e as transformações no mundo político contemporâneo.

2.1 A Economia Política Internacional como Campo em Disputa

A princípio, a Economia Internacional e as Relações Internacionais, como campos de estudo, não mantinham um diálogo sistemático tão vigoroso ou digno de atenção, mas, em 1970, isso começou a mudar. Parte dos internacionalistas deixaram de focar apenas no “*high politics*”³, e passaram a se aproximar e se interessar pela EPI, tendo em vista seu objetivo de explorar as interações do econômico e do político na arena mundial, superando o que Susan Strange chamou de “negligência mútua” entre esses campos de análise

³ Em Relações Internacionais, *high politics* designa tradicionalmente as questões consideradas vitais à sobrevivência do Estado: segurança nacional, estratégia militar e diplomacia, privilegiadas pela tradição realista (Morgenthau, 1948; Waltz, 2002) em contraposição à *low politics*, associada a temas econômicos e sociais, historicamente tidos como secundários. Keohane e Nye (1977) contestaram essa hierarquia ao demonstrar que, sob condições de interdependência complexa, questões econômicas podem adquirir peso estratégico equivalente ao das questões de segurança, um argumento que antecipa, em outra chave teórica, a proposta strangeana de tratar o poder estrutural financeiro como dimensão central, e não subsidiária, da política internacional.

(Strange, 1970). A crítica de Strange ia além da simples constatação de que economistas e internacionalistas não se falavam. Era uma crítica epistemológica mais profunda: as perguntas que cada disciplina fazia eram, em si, insuficientes para captar a realidade do poder no sistema internacional. Os cientistas políticos perguntavam quem vence os conflitos entre Estados; os economistas, como os mercados alocam recursos. Strange propunha uma terceira pergunta, sistematicamente ignorada por ambos: *cui bono* — a quem beneficia? Quem ganha e quem perde com determinada estrutura, norma ou arranjo institucional? Esse deslocamento metodológico é o verdadeiro ponto de partida da EPI heterodoxa, pois reorienta o olhar analítico das dinâmicas de equilíbrio para as assimetrias que o sistema produz e reproduz. Este novo esforço teórico, capaz de integrar eventos que transcendem os conceitos estratégicos e militares em sua investigação, surge após o fim da Segunda Guerra Mundial (1939-1945). Esse movimento ocorre à medida que o paradigma realista passa a ser confrontado por demandas explicativas sobre o choque do petróleo de 1973, o mercado do euro, a decadência do regime de Bretton Woods e a globalização das cadeias de produção, eventos cujas interpretações transbordam os limites conceituais e epistemológicos das teorias centradas no ator estatal. Para Strange, a EPI tem como objeto a economia mundial, no sentido do espaço de interações entre as confrontações de soberanias estatais, de um lado, e a competição econômica em escala planetária, do outro.

No entanto, o nascimento da EPI não foi marcado apenas pelo contexto de ascensão da interdependência econômica. O marco inicial deu-se, na verdade, pelo debate sobre hegemonia e estabilidade internacional, no qual teóricos apontavam o declínio do domínio econômico dos EUA, processo que culminou na formulação da Teoria da Estabilidade Hegemônica (Pereira, 2025). Esta tese, que sustenta que a cooperação econômica internacional necessita de uma potência hegemônica capaz e disposta a fornecer instrumentos e instituições que a mantenham, foi uma das primeiras conclusões atribuídas originalmente à EPI (Battistella, 2014). Nas palavras de seu formulador, Charles Kindleberger, “para que a economia internacional seja estabilizada, é preciso que haja um estabilizador” (Kindleberger, 1973). No caso, o autor se refere a uma economia mundial liberal, que, para existir, necessita de um ator hegemônico (estabilizador) que reproduz, no sistema internacional, o que os demais estados devem fazer em suas economias nacionais, como a oferta de moeda internacional, a segurança internacional, a regulação dos regimes internacionais (Fiori, 2005). Este estabilizador, à época do surgimento da EPI e atualmente, é os Estados Unidos da América.

Como propunha Kindleberger, durante esse período os Estados Unidos

arbitraram isoladamente o sistema monetário internacional, promoveram ativamente a abertura e a desregulação das economias nacionais e o livre-comércio, incentivaram a convergência das políticas macroeconômicas e atuaram — pelo menos em parte — como *last resort lender* em todas as crises financeiras que abalaram o mundo dos negócios, mantendo, ao mesmo tempo, um poder incontestável nos planos industrial, tecnológico, militar, financeiro e cultural (Fiori, 2005).

O conceito acompanha um debate, dentro da EPI, sobre o declínio, ou não, da hegemonia dos EUA. Nele, Gilpin (1987) afirma que os distúrbios econômicos dos anos 1980, provocados por reviravoltas na política doméstica dos EUA, tornaram sua política exterior menos disposta a impor seus interesses aos aliados, em prol de explorar seu status hegemônico. Já Strange (1987) defende que o fim do padrão dólar-ouro não só foi desejado pelos EUA como também foi favorecido, transformando o sistema em uma globalização liberal que beneficia, sobretudo, os próprios EUA.

A fato deste determinado ator hegemônico ter seu status de dominação colocado em xeque por uma parcela de analistas, abre a possibilidade para o desenvolvimento de correntes teóricas divergentes na EPI, com abordagens e metodologias variadas, afastando a área de possuir uma teoria geral ou unificada. Dentre elas, destacamos as contribuições norte-americanas, representadas por Robert Gilpin, e a britânica, ou heterodoxa, de Susan Strange. Neste sentido, de acordo com Paquin, os consensos dentro da EPI são: primeiro, o econômico e o político não podem ser separados um do outro; segundo, o Estado é essencial para o funcionamento do mercado; e terceiro, há uma relação íntima entre a política interna e a política internacional (Oliveira; Paquin, 2008 *apud* Battistella, 2014). Partindo desses pressupostos, abre-se para as divergências dentro do campo, principalmente entre as escolas americanas, onde a EPI é vista como uma subárea das Relações Internacionais, e britânicas, onde a EPI é vista como subárea das Ciências Econômicas.

Assim, a escola estadunidense de Gilpin, por ter um setor universitário por vezes alinhado aos interesses de Washington, possui um programa de pesquisa em EPI orientado para suprir a demanda das autoridades governamentais, desejosas de receber conselhos quanto a estratégia de enfrentamento contra esses processos apontados como manifestações do declínio da potência norte-americana (Battistella, 2014), privilegiando uma perspectiva que se mostre como alavanca de poder, vendo os determinantes políticos das relações econômicas internacionais. Enquanto isso, Strange, pensa ao contrário, observando a economia como fator determinante para o sistema político internacional, sendo fundamental observar as evoluções econômicas em curso para explicar as consequências e

contradições políticas.

Para a acadêmica britânica, o desenvolvimento do sistema econômico internacional apresenta uma aceleração tal que deve superar e continuar sendo maior do que o sistema político internacional, que é mais estático e rígido (Strange, 1970). Consequentemente, as leis econômicas passariam a sobrepor-se as leis políticas, levando a uma mudança na sociedade. A EPI, para Strange, deve focar em compreender as consequências desta transformação, deste ponto de virada, questionando, por exemplo, qual o impacto da globalização financeira e da multinacionalização das empresas sobre a soberania dos Estados, ou se há algum controle sobre a expansão dessa “mundialização” dos mercados. Strange se interessa por procurar respostas para questionamentos como: por quais processos políticos e econômicos, e graças a quais estruturas políticas e econômicas tais e tal resultado adveio? Quem se beneficiou? Quem suportou os riscos? Quem tirou proveito das oportunidades? E quem perdeu?

Neste sentido, apesar de parecer falar sobre a Globalização, Strange não usa o termo nestes contextos por considerá-lo generalista demais, sendo “um eufemismo polido para designar a americanização contínua dos gostos dos consumidores e das práticas culturais” (Strange, 1996).

Apesar de concordarem que o período analisado é marcado pela instabilidade e imprevisibilidade, Strange discorda de Gilpin quanto à hipótese do declínio do poder dos EUA. Para ela, essa conclusão é resultado de um duplo erro (Strange, 1987; Russett, 1985): primeiro, na contemporaneidade, o setor de serviços venceu o setor industrial em importância e retorno de capital, ou seja, se antes o poder econômico de um Estado poderia ser medido pela dimensão material de sua capacidade industrial em seu território, hoje essa régua não funciona mais da mesma forma. A localidade onde são tomadas as decisões das indústrias é mais importante do que os pátios industriais em si; basta ver as grandes empresas dos EUA e da Europa que realocaram sua força produtiva dos seus centros urbanos para o Sudeste Asiático, região com incentivos fiscais e mão de obra barata, para diminuir custos.

A localização da capacidade produtiva é nitidamente menos importante do que a localização das pessoas que tomam as decisões-chave a respeito do que deve ser produzido, onde e como, que dirigem e gerem a venda dessa produção no mercado mundial (Strange, p. 1-17, 1988).

Segundo, e mais importante, os declinistas utilizavam uma concepção racionalista de poder, considerando aspectos mais brutos e quantitativos desse declínio, como a redução

da fatia americana na economia mundial, após a recuperação da Europa e do Japão, levando-os a decretar apressadamente o fim do império americano. Para Gilpin (2002), a perda de fôlego da potência norte-americana se explica pelas consequências de ter “carregado o fardo” da reconstrução do Ocidente pós-2ª GM, na qual foram construídos os alicerces da ordem internacional liberal. Após o choque do petróleo e com a extinção de Bretton Woods, o autor diz que os EUA deixam de agir como potência benigna, que atua na construção de cooperação institucional, para uma potência maligna, passando a utilizar sua posição hegemônica de forma predatória para atingir seus objetivos, transformação que é vista como um sintoma do declínio.

Essa leitura linear do declínio e da transição para uma postura puramente predatória é contestada por abordagens que enxergam na instabilidade dos anos 1970 não a exaustão, mas a própria engrenagem de transformação e expansão do poder global norte-americano. Dialogando com diversas perspectivas de EPI, em um exercício amplo de análise do poder global, José Luís Fiori (2005) argumenta que o colapso do arranjo regulatório de Bretton Woods e a subsequente transição para o padrão do “dólar flexível” e para a desregulação financeira transnacional não representaram uma perda real de hegemonia. Pelo contrário, essa mudança unilateral destravou crucialmente a vocação hegemônica dos Estados Unidos. Ao libertar a sua moeda das amarras definidas no arranjo do pós-guerra, o Estado americano converteu o dólar em um instrumento de soberania monetária universal gerido de forma exclusiva pelas autoridades americanas, expandindo as fronteiras de sua economia nacional e impondo seus padrões e interesses ao restante dos atores. Assim, em vez de atestar o declínio da potência estadunidense, Fiori (2005) reafirma que a reconfiguração da ordem financeira a partir do fim do século XX evidencia que o sistema mundial segue sendo um espaço profundamente hierarquizado, dinâmico e competitivo, cujo princípio norteador não reside na governabilidade consensual, mas na permanente imposição e reatualização das assimetrias de poder e riqueza lideradas pelo Estado americano.

2.2 O Poder Estrutural

Exatamente sobre este ponto, Susan Strange contrapõe Gilpin e os declinistas para lançar mão do seu conceito mais conhecido: o de Poder Estrutural. Ao argumentar que a definição de Weber sobre o poder (a imposição da vontade sobre o outro, mesmo diante de resistências) não alcança a compreensão das dinâmicas contemporâneas, Strange articula uma nova proposta conceitual que transcende a mera relação de força entre os atores,

reafirmando as capacidades extraordinárias dos EUA em relação aos demais países. É importante sublinhar que Strange não negava a centralidade dos EUA no sistema internacional; ela discordava profundamente de como essa centralidade operava e de como deveria ser mensurada. Para ela, a Teoria da Estabilidade Hegemônica carregava um vício de origem: ao centrar sua análise no Estado como ator racional unitário, era incapaz de enxergar as formas mais sofisticadas e duradouras pelas quais o poder se exercia. A hegemonia americana não residia apenas na capacidade de prover bens públicos internacionais, mas, sobretudo, na capacidade de definir quais bens seriam considerados públicos, quais regras organizariam o comércio e as finanças globais e quais atores teriam autoridade para interpretar e certificar o cumprimento dessas regras. Essa distinção, aparentemente sutil, é o núcleo da divergência teórica que sustenta toda a obra de Strange. Por isso, usar Strange para falar sobre autoridade financeira internacional faz sentido, pois seu trabalho se debruça sobre a globalização financeira e sobre sua condução pelos Estados Unidos da América como um processo de imposição global de seu poder.

Operando essa distinção, Strange identifica duas dimensões: o poder relacional (ou relativo) e o poder estrutural. Enquanto o primeiro evoca a perspectiva realista de imposição direta e coerção na arena internacional, onde um estado impõe o comportamento do outro, mesmo contra a vontade deste, o poder estrutural se refere a “capacidade de moldar e determinar as estruturas de economia política internacional, na qual os outros Estados, suas instituições políticas, suas empresas e multinacionais, seus cientistas e especialistas devem operar” (Strange, 1994, p. 25), estabelecendo o marco regulatório e institucional dentro do qual os demais Estados, suas empresas transnacionais, seus bancos e seus especialistas são compelidos a operar. Ele é composto por quatro estruturas: segurança, sendo a capacidade de se defender de ameaças estratégico-militares bem como de efetuar tais ameaças a terceiros; financeira, que é a capacidade receber, produzir ou recusar crédito e coordenar o acesso ao capital; produção, controle sobre o que é produzido, por quem, para quem e em que termos; e do saber, relativo ao controle sobre a tecnologia, a comunicação, as crenças e as ideias. A essas quatro estruturas principais, Strange acrescenta ainda quatro “estruturas secundárias”, relativas ao transporte, ao comércio, à energia e ao bem-estar, que operam de forma subordinada e complementar às primeiras, mas ajudam a explicar a abrangência do modelo analítico proposto pela autora (Strange, 1988, p. 139).

Mesmo partindo do pensamento de Weber, Steven Lukes (1974) desenvolveu uma teoria tridimensional do poder na sociedade, na qual haveria: (i) o poder decisório, que

seria a capacidade de decidir sobre um objeto sob conflito; (ii) o poder de agenda, sendo a capacidade de impedir que um tema seja levado a discussão; e o (iii) poder ideológico, que seria a capacidade de impedir que surjam questões suscetíveis de ser objeto de conflito. O conceito de poder estrutural se encaixa nesta terceira dimensão de poder, ao qualificar seu detentor como aquele que não só toma as decisões ou controla a agenda, mas também domina toda a estrutura do jogo, fazendo com que os outros atores nem notem que podem existir dinâmicas diferentes e mais justas do que as do jogo, afastando a possibilidade de conflito. Ao explorar a teoria desta terceira dimensão, Pedroso (2014) afirma que este é um poder ligado ao exercício de hegemonia, que controla aspectos culturais e se manifesta mesmo quando não há conflitos de interesse, sendo este poder a própria capacidade de reprimir a manifestação de interesses de terceiros.

Considerando que o poder estrutural reside na capacidade de moldar o funcionamento do sistema e os marcos regulatórios das interações entre Estados, indivíduos e empresas, depreende-se que o ator detentor da maior parcela desse poder, hoje, continua sendo os Estados Unidos. A proeminência estadunidense manifesta-se, em graus variados de intensidade, em cada uma das quatro estruturas que compõem a economia política global, apesar de a dimensão produtiva apresentar indicativos de declínio relativo diante da ascensão chinesa (Mendonça; Rocha, 2023). Em artigo científico, os autores reafirmam que o domínio norte-americano segue muito forte nas esferas militar e financeira, dado o investimento nas forças armadas, o controle do dólar e a influência no regime econômico internacional e transnacional, e, na esfera do saber, considerando o prestígio das universidades, a manutenção de reconhecimentos científicos para pesquisadores estadunidenses e o contínuo status de país receptor de cérebros estrangeiros.

Na estrutura de produção, no entanto, Mendonça e Rocha (2023) avaliam que o crescimento econômico da China, isoladamente, já ultrapassa, segundo algumas métricas, a capacidade produtiva dos EUA. Contudo, esclarecem que o ator que se destaca em apenas uma dimensão de poder estrutural não configura a existência de uma hegemonia estrutural, visão compartilhada pelo autor desta dissertação:

Para os fins deste estudo, entende-se por hegemonia estrutural a condição em que um Estado tenha forte superioridade em relação a qualquer outro em pelo menos duas das estruturas do poder estrutural, sendo uma delas a estrutura militar. Se um Estado “A” só é superior na estrutura militar ele não será uma hegemonia, bem como se um Estado “B” for um gigante econômico na produção, finanças e tecnologia, mas não tiver poder militar relativo ele também não será uma hegemonia. Desse modo, a hegemonia estrutural não é poder absoluto, não é apenas supremacia militar, nem somente a supremacia econômica. É uma situação

relativa em relação aos demais Estados em que um ator concentra capacidades desproporcionais em relação aos outros. (Mendonça; Rocha, 2023).

A China deixou de ser um grande polo de montagem e reprodução industrial para se tornar uma desenvolvedora de tecnologias próprias, complexificando sua base produtiva em ritmo acelerado. Esse movimento se reflete no volume de investimento em inovação: o país já lidera o mundo em pedidos de patentes, concentrando mais de 40% das aplicações globais (WIPO, 2025), o que indica um sistema que não apenas replica, mas também cria em escala crescente. Essa mudança de posição na Divisão Internacional do Trabalho (DIT) passou a permitir que o país confrontasse diretamente a hegemonia dos EUA na dimensão produtiva. Para além do cálculo de PIB, Strange afirma que um dado fundamental na quantificação de poder econômico de um Estado é saber qual país controla ou sedia o maior número de multinacionais. Neste caso, desde 2019, os EUA deixaram o topo da lista, e a China figura em 1º, sendo sede de 145 das 500 maiores corporações mundiais (Fortune, 2023).

Ainda assim, a principal potência na dimensão produtiva continua sendo os Estados Unidos, mesmo após um longo processo de desindustrialização e internacionalização de seus pátios industriais (Mendonça; Rocha, 2023). Afinal, o verdadeiro império norte-americano não territorial não reside mais na produção de bens e serviços dentro de suas fronteiras, mas em seus investimentos diretos no exterior (IDE), em suas instituições financeiras, nos mercados denominados em dólar e na ocupação e no financiamento dos organismos internacionais que regem as normas de convivência internacional, da ONU ao FMI, à OCDE, passando pelo BM, pelo GATT e pela OMC.

Para Tavares (1997), mais do que conferir aos Estados Unidos grande capacidade de atuar como credor, fornecendo empréstimos e realizando investimentos tanto domésticos quanto internacionais, o controle do dólar constitui um instrumento por meio do qual o governo americano faz valer seus interesses, tanto interna quanto externamente. A moeda, no escopo internacional, obedece, segundo Strange, a algo maior do que suas meras funções clássicas como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor (Cohen, 1971). Ela é, antes de tudo, um instrumento de poder político que reflete e reproduz hierarquias entre os Estados que a emitem e os que a utilizam. Ao deter o controle sobre o meio de troca preferencial em escala mundial, o governo americano estabeleceu uma relação de autoridade política sobre o mercado monetário internacional, materializando a dimensão financeira do poder estrutural, justamente por não operar de forma visível ou

coercitiva. A estrutura aqui referida define-se de antemão nos termos em que os demais Estados podem buscar crédito, acumular reservas e participar do sistema financeiro internacional, naturalizando o dólar como medida universal de valor e, com isso, tornando invisível o próprio exercício do poder que essa centralidade representa.

É importante destacar que, para a compreensão geral desta dissertação, a escolha de um marco teórico, como o do Poder Estrutural de Susan Strange, foi feita para afastar-se de análises conjunturais sobre a hegemonia estadunidense, sobretudo durante este segundo governo de Donald Trump. Assim, verificar e investigar algumas continuidades estruturais e suas consequências, provenientes deste ator dominante no sistema internacional, torna-se fundamental para uma compreensão geral deste fenômeno. Como pretendemos compreender mais profundamente a arquitetura do poder americano na governança financeira global, considerando os Estados Unidos como um terreno fértil para a construção da legitimidade dos atores de classificação de risco, esta ferramenta teórico-conceitual mostrou-se bastante conveniente e coerente com nossos objetivos de pesquisa.

Para além de suas reflexões sobre o poder estrutural e a centralidade do poder nos Estados-nacionais, Strange ainda desenvolveu, em suas últimas publicações, outros marcos relevantes sobre a ascensão dos atores privados no debate sobre o poder. Em *The Retreat of the State* (1996), a influência dos atores privados, que ela vai chamar de “forças impessoais dos mercados mundiais”, desponta como detentora de poder, principalmente na esfera financeira, dada a liberdade de regulação que essa esfera confere aos seus agentes. No que tange à estrutura de segurança, no entanto, o poder segue respeitando e sendo regulado pelas autoridades territoriais, o que não procede nas estruturas do saber e de produção.

De forma ilustrativa, Strange descreve que, neste sistema, ocorrências como a falência do banco britânico Barings e a perda bilionária do banco japonês Daiwa Capital, ambas em 1995, só foram possíveis em um contexto de desregulamentação do mercado financeiro. Em algumas ocasiões, tais circunstâncias permitiram que os chamados *rogue traders*, operadores desonestos de alto risco, falsificassem dados e omitissem perdas de seus superiores, gerando uma bola de neve financeira transnacional (Investopedia, 2024).

Em um esforço teórico e empírico, a autora britânica atualizou sua obra ao retornar a artigos anteriores e perceber que já havia indicado diversos atores privados que disputavam poder com autoridades estatais, como o setor de seguros e uma associação de empresas marítimas (Strange, 1976). Passados vinte anos, Strange passou a interpretar que tais forças econômicas “são agora mais potentes que os Estados aos quais supostamente

pertence a autoridade política última” (Strange, 1996), afirmando que os aparelhos estatais estariam cada vez mais incapazes de garantir a proteção do território, a manutenção da ordem, a estabilização da moeda e a definição das normas que regem o crédito, a propriedade e o comércio. A exceção, neste caso, é a autoridade dos Estados Unidos, que domina as quatro esferas do poder estrutural.

É esse mesmo fenômeno, intuído por Strange já em 1996, que a literatura posterior de Economia Política Internacional viria a sistematizar sob o conceito de autoridade privada (*private authority*). Para Hall e Biersteker (2002), atores não estatais podem exercer autoridade efetiva na governança global mesmo sem deter mandato formal de direito público para tanto: sua legitimidade deriva do reconhecimento prático que mercados, governos e demais atores conferem às suas decisões, e não de qualquer sanção jurídica ou constitucional. É precisamente essa distinção entre uma legitimidade de fato, construída pelo reconhecimento cotidiano de sua autoridade, e uma legitimidade de direito, que dependeria de mandato público formal e da qual carecem, que qualifica as agências de classificação de risco como atores híbridos ao longo desta dissertação: elas não são autoridades oficiais, no sentido weberiano-clássico do termo, mas produzem regras, avaliações e classificações cujos efeitos práticos rivalizam, em determinados contextos, com os de um regulador estatal.

Susan Strange ainda se dedica a refletir sobre o conceito de governança global, tão central para esta dissertação. A autora entende que essa burocracia internacional, que, na semântica, remete à ideia de uma autoridade de escala global, ao ser observada de perto pelos estudiosos de organizações internacionais, em sua opinião, tem seus limites e sua dinâmica de decisão definidos pelo seu membro estatal mais poderoso (1996). Ora, ao afirmar que o ator mais poderoso de uma comunidade é quem toma as decisões dentro de sua burocracia institucional, reafirmam-se os fundamentos de poder estrutural de *States and Markets* (1988), marcando, em sua obra, que, mesmo com algumas transformações em alguns atores desse sistema, os EUA, como protagonista desta teoria, se mantêm atuais.

É certo que, assim como toda teoria, a aqui escolhida também já foi foco de longos debates desde seu lançamento, nos anos 1980, e tem sido questionada quanto à capacidade de explicar tantas faces do poder no cenário internacional. De um lado, os proponentes da escola americana, como Robert Gilpin e Robert Keohane, apontavam uma suposta falta de rigor metodológico e operacional na definição de poder estrutural, considerando-o excessivamente difuso para permitir a testagem de hipóteses científicas formuladas (Keohane, 1984; Gilpin, 2001). De outro lado, teóricos da vertente crítica gramsciana, a

exemplo de Robert Cox, argumentavam que o arcabouço de Strange negligenciava o papel das classes sociais e das ideologias na legitimação da hegemonia global (Cox, 1987; Arrigui, 1996). Além destes, analistas do campo neorrealista contestaram posteriormente sua tese sobre o recuo do Estado frente ao mercado, afirmando que a atuação de atores privados transnacionais permanece estritamente subordinada à complacência e à garantia de força das grandes potências territoriais (Waltz, 1999). Apesar dessas contestações, a tréplica de Susan Strange reafirma a originalidade de seu programa de pesquisa.

Diante dos comentários da escola americana, a autora ironizava a produção de modelos abstratos que se isolavam da realidade, defendendo que a complexidade do cenário internacional exigia categorias analíticas amplas e integradas, sob o risco de a disciplina se tornar politicamente estéril (Strange, 1988; 1995). Já em resposta aos críticos do estatismo e da rigidez teórica, Strange refinou seu argumento em suas obras tardias, esclarecendo que o ‘recuo do Estado’ (*retreat of the state*) não implicava o fim do poder político, mas sim uma reconfiguração profundamente assimétrica: a desregulamentação dos mercados foi uma escolha soberana de Washington para transnacionalizar a própria hegemonia norte-americana (Strange, 1996; 1998a). Desse modo, as forças impessoais do mercado e os atores privados transnacionais passaram a operar como os verdadeiros vetores do império não territorial americano, validando a atualidade de suas lentes estruturais diante da volatilidade do capitalismo financeiro contemporâneo (Strange, 1998b).

A passagem de *States and Markets* (1988) para *The Retreat of the State* (1996) não representa uma ruptura no pensamento de Strange, mas sim seu amadurecimento em direção a uma questão que os textos anteriores deixavam em aberto: se o poder estrutural se manifesta nas regras que organizam o campo internacional, quem, afinal, as formula? A resposta que Strange elabora em sua última obra desafia qualquer abordagem estado cêntrica, até mesmo, em alguma medida, a própria formulação anterior. Atores privados transnacionais passaram a deter parcelas crescentes de autoridade real sobre aspectos fundamentais da vida econômica global, sem qualquer mandato democrático ou responsabilidade de transparência integral, como os órgãos públicos. Essa constatação não contradiz o argumento do poder estrutural estadunidense, pelo contrário, o aprofunda. A difusão do poder para atores privados não foi um incidente nem uma erosão espontânea da soberania estatal. Foi, argumenta Strange, uma escolha deliberada de Washington. A desregulamentação financeira transnacional, a partir dos anos 1970, foi o mecanismo pelo qual os EUA externalizaram e expandiram sua hegemonia, convertendo atores privados, como bancos, fundos e agências de certificação, em vetores de seu poder estrutural além-

fronteiras.

Mais do que isso, esse domínio decorre de decisões políticas dos próprios governos estadunidenses, voltadas a prover um ambiente acolhedor para o capitalismo e para os capitalistas dos EUA: foram eles mesmos que erodiram as barreiras que mantinham o poder de decisão restrito à esfera política, deixando que o mercado, cada vez mais, desse o tom da economia mundial. Assim, em suas obras mais recentes, Strange desloca a centralidade do poder, antes concentrada exclusivamente nos Estados, ao afirmar que “as forças impessoais dos mercados mundiais, hoje mais integradas por empresas financeiras, industriais e comerciais do que pela cooperação intergovernamental, são agora mais poderosas do que os Estados aos quais supostamente pertence a autoridade política última” (Strange, 1996, p. 4, tradução nossa).

O percurso teórico aqui traçado não é, por acaso, linear. Parte-se da EPI como campo que recusa a separação artificial entre política e economia; avança-se para Strange, autora que coloca o poder, e não o equilíbrio, no centro da análise; desenvolve-se o conceito de poder estrutural como ferramenta para capturar formas de dominação invisíveis às métricas convencionais; e chega-se, finalmente, à questão dos atores privados com autoridade real sobre o sistema financeiro global. É esse encadeamento que permite afirmar que as agências de *rating* não são um objeto de estudo periférico da EPI, mas um caso privilegiado para testar a atualidade e a capacidade explicativa das lentes de Strange. Elas concentram, em sua operação cotidiana, precisamente o tipo de poder que a autora identificou como o mais consequente e o mais opaco: aquele que não precisa se impor pela força porque já organizou o campo antes que qualquer conflito ecloda.

O poder estrutural, tal como formulado por Strange, não opera apenas por meio de decisões visíveis ou de coerção explícita, ele age, sobretudo, pela capacidade de definir os termos em que os demais atores percebem a realidade e calculam seus interesses. É precisamente nesse registro que as agências de *rating* exercem sua influência, não como árbitros neutros de uma realidade financeira objetiva, mas como produtoras autorizadas de uma linguagem do risco que organiza o comportamento de governos, investidores e instituições multilaterais.

Fixados estes fundamentos teóricos da obra da patrona da corrente britânica da Economia Política Internacional, partimos para as interconexões com o objeto de pesquisa deste trabalho: as agências de *rating*. Ao centralizarmos nossa investigação sobre o poder de autoridade do mercado que estes atores privados desenvolveram desde os anos 70 e que se reproduz até a contemporaneidade, podemos afirmar que tais agências compõem a

estrutura financeira de poder estrutural dos EUA, e que seu funcionamento é, e sempre foi orientado para manter seu status hegemônico.

Antes de investigar como essa autoridade foi construída e como ela opera, é necessário questionar o próprio conceito que a sustenta. Como o risco se tornou uma categoria central na organização do sistema financeiro internacional? De que forma a incerteza, que é inerente a qualquer projeção sobre o futuro, foi convertida em objeto de mensuração e controle? E quem detém o poder de definir o que conta como risco e o que conta como segurança? É a partir dessas perguntas que o Capítulo 3 se volta para o conceito de risco, tratando o futuro não como dado a ser previsto, mas como campo de disputas e apresentando brevemente o universo das agências de *rating* no contexto estadunidense.

3 AS AGÊNCIAS DE *RATING* E A GOVERNANÇA GLOBAL DO RISCO

Existem duas superpotências no mundo hoje, na minha opinião. Há os Estados Unidos e há o Serviço de Classificação de Títulos da Moody's. Os Estados Unidos podem destruir você lançando bombas, e a Moody's pode destruir você rebaixando seus títulos. E, acredite em mim, às vezes não está claro quem é mais poderoso.

Thomas Loren Friedman, jornalista (1996)

Para este capítulo, a investigação volta-se ao objeto empírico central desta dissertação: as agências de classificação de risco. Antes de investigar como sua autoridade se manifesta no atual cenário de policrise, é necessário, contudo, reconstruir esse objeto em três etapas. Primeiro, revisita-se o próprio conceito de risco e de risco político, evidenciando que sua definição não é neutra, mas carrega escolhas teóricas e interesses de quem a produz (seção 3.1). Em seguida, apresenta-se o universo das agências de classificação de risco propriamente ditas, descrevendo brevemente sua origem histórica, seu modo de operação e o seu lugar na governança econômica global, além dos conceitos e definições técnicas que orientam a leitura de seus relatórios (seção 3.2). Por fim, essa reconstrução descritiva é articulada a dois marcos conceituais complementares, o de autoridade privada e o de sistemas peritos, que explicam, respectivamente, por que atores não estatais, como as ACRs, podem exercer funções regulatórias sem deter mandato público para tanto, e por que essa autoridade se sustenta sem exigir contestação cotidiana (seção 3.3). Somente a partir dessa reconstrução em três movimentos será possível compreender, no capítulo seguinte, como essa arquitetura técnica e conceitual se articula no enquadramento da policrise, à luz de uma cartografia dos riscos soberanos e de dois estudos de caso.

3.1 Definições de Risco e a Sociedade do Risco

Diante destas questões, definir o que é risco é fundamental para refinar esta análise. Segundo Rocha (2014), a noção de risco surge das múltiplas relações e atividades humanas, carregando, desde suas primeiras formulações, uma associação com a ideia de proteção: risco como perigo, como ameaça, mas também como probabilidade e oportunidade. Para

Giddens (2005), o termo passou a orientar as sociedades modernas a partir do momento em que elas se voltaram para o futuro como objeto de cálculo e controle, rompendo com a visão do risco como fatalidade divina. Nesse sentido, risco pode ser compreendido como a probabilidade de que um evento produza uma perda mensurável, sendo composto por dois fatores interdependentes: probabilidade e impacto, de forma que uma determinada causa, ou conjunto de causas, aumenta as chances de ocorrência de um evento que, por sua vez, terá consequências desiguais sobre os atores a ele expostos (Rocha, 2014; Mckellar, 2010).

A noção de que a probabilidade também está profundamente inserida no fenômeno do risco. Mesmo sendo um conceito muito geral e que, conceitualmente, pode não ser tão preciso, é difícil discordar de que o *risco* tem um significado relativo à incerteza sobre o futuro. Mesmo com o conhecimento do passado, não garantimos o que será do futuro, e mesmo com a percepção do presente, não garantimos que esta era a única realidade possível a partir do passado. A noção do que é, do que poderia ter sido e do que será são importantes neste sentido (Rocha, 2014).

Para Rocha (2014), a noção de risco surge das múltiplas relações e atividades humanas, que, o tempo todo, se encontram e desencontram em seus objetivos, princípios e características. Com exemplos da vida cotidiana, como o planejamento de uma viagem ou compra de entradas para um espetáculo, o risco se reproduz quando estas ações acabam por originar a necessidade de um seguro de viagem, para prevenir imprevistos durante o período do passeio, ou de um código do consumidor, para garantir ao comprador, em caso de cancelamento do evento, o direito de ter seu dinheiro de volta. Neste sentido, surgem as primeiras associações entre o conceito e ideias de proteção, como risco/perigo e risco/ameaça, mas, posteriormente, também aparecerão outras, ligadas à estatística, como risco/probabilidade e risco/oportunidade.

O termo passou a ser usado, segundo Anthony Giddens (2005), quando as sociedades e culturas se orientaram para o futuro, rompendo com o passado, que via o risco como um valor divino, indomável por natureza e irregular. Segundo o autor, este salto ocorreu durante as grandes navegações, ao designar como risco as incertezas envolvidas nas viagens transcontinentais que partiam de Portugal e da Espanha. Mais adiante, foi a sociedade industrial que necessitou ainda mais da conquista do futuro, pois seria o seu domínio que garantiria ganhos diante de tantas incertezas. Giddens traz o exemplo bem-sucedido, pelo menos por algumas décadas, dos Estados de Bem-Estar Social, cujo objetivo foi blindar a população de alguns riscos: doenças, invalidez, desemprego, envelhecimento. Paralelamente, foi com o medo decorrente da Guerra Fria e da intensificação do processo

da globalização que a sociedade passou a ser reconhecida, por Ulrich Beck (2010), como *sociedade de risco*. Segundo essa definição, a partir deste momento, as experiências cotidianas, já marcadas em maior ou menor grau pelo risco, estariam agora “ameaçadas” muito mais por *riscos fabricados* do que por *riscos externos*. De acordo com essa categorização de Beck, terremotos, tempestades, inundações e epidemias seriam *riscos externos*, independentes da ação humana, já os *fabricados* seriam as crises econômicas e financeiras, a poluição, as infecções contagiosas, os acidentes nucleares, conflitos armados, e mais atualmente, a desinformação e os ataques cibernéticos.

Vemos, portanto, o estabelecimento de diversos riscos: o nuclear, o ambiental, o financeiro, o sanitário, o risco de dependência militar, de dependência energética, de dependência tecnológica e essa sucessão de riscos vai moldando o mundo em que vivemos, nos obrigando a manter o tempo todo formas de prevenção, individual ou coletiva, que, segundo Graça Carapinheiro, são suportes de “novas formas de regulação social”, que pretendem domesticar as incertezas, racionalizando tudo que for possível (Carapinheiro, 2005). A contemporaneidade, contudo, vem mostrando que essa tentativa de encontrar um “risco zero” só cria novos riscos.

Mesmo com o amplo leque de categorias apresentadas, este trabalho se desenvolverá nos desdobramentos econômico-políticos do risco. A partir do momento em que levamos este conceito à esfera da política, estamos falando do risco em um contexto de obtenção e/ou manutenção do poder, no qual todos os agentes políticos, como Estados, companhias, organizações e indivíduos, estão sujeitos a derrotas decorrentes dessa disputa. Assim, eles são forçados a agir para enfrentar essas diversas formas de perigo e ameaça que podem surgir de determinados riscos, avaliando a probabilidade de ocorrência de um evento e a magnitude do seu impacto caso ocorra.

Chegamos, assim, ao *risco político*. Sua definição mais difundida no campo das consultorias e da análise aplicada vem de Ian Bremmer e Preston Keat, em *The Fat Tail* (2009): “o risco político é a probabilidade de que uma determinada ação política produza mudanças nos resultados econômicos” (Bremmer; Keat, 2009, p. 4-5). Antes de mobilizar esse conceito, contudo, cabe situar de onde ele fala. Bremmer é fundador e presidente do Eurasia Group, uma das maiores consultorias de risco político do mundo, sediada em Nova York, posicionando-se, portanto, simultaneamente como analista e ator do campo que esta dissertação investiga. *The Fat Tail* não é um trabalho acadêmico desinteressado: foi escrito no imediato pós-2008, em parte como resposta de mercado à crise que as agências de *rating* falharam em prever, o que posicionou o Eurasia Group como a alternativa mais confiável

de leitura do risco político no mercado de consultoria. Essa origem mercadológica explica o enquadramento da definição: o risco é medido em função de seus efeitos sobre investidores e empresas, não sobre populações, Estados ou trajetórias de desenvolvimento.

Vale notar que o risco político e o risco soberano não são categorias separadas. Ocorrências de rupturas fiscais, instabilidade institucional ou até o próprio calote da dívida costumam ser justamente os fatores que as agências de classificação de risco incorporam na definição da nota soberana de um país. Feita essa ressalva, a definição segue sendo útil para mapear como o campo profissional de análise de risco se constituiu, e será retomada criticamente no capítulo seguinte.

Este conceito também é analisado por Costa e Figueira (2017), que o definem como um dano potencial ou um perigo para uma operação comercial decorrente de comportamento político. O risco é geralmente medido em termos da probabilidade de realização e do grau de dano ou impacto, que se verificaria se um risco se manifestasse. A interseção dessas duas variáveis independentes (probabilidade e impacto) resulta na gravidade geral do risco (Mckellar, 2010). A partir disso, a avaliação da probabilidade e do potencial impacto de determinado comportamento político é a “análise de risco político”, realizada por agências especializadas concentradas nos EUA e na Europa Ocidental. Esses comportamentos podem ser exemplificados por cenários de reformas (tributárias, regulatórias e administrativas), mudanças de governo, nacionalização de recursos naturais ou de empresas estatais, explosão de movimentos sociais ou proximidade de guerras e de golpes de Estado. Em resumo, “o que se pode observar é que, à medida que os fenômenos históricos foram avançando e se tornando mais complexos, a percepção sobre o risco político foi se alterando e, por vezes, se expandindo” (Costa; Figueira, 2017, p. 72).

Assim, o conceito se tornou ainda mais importante no mundo contemporâneo para três tipos de atores imprevisíveis e incertos, e, por isso, precisam saber gerenciá-los para estabelecer governos, empresas e organizações da sociedade civil, que, no ambiente político, estarão abertos a riscos e oportunidades, com o mínimo de controle sobre os acontecimentos presentes e os eventos futuros. Com essas definições, é importante exemplificar quais causas de risco são apontadas pelos analistas. Para Flávio Rocha (2014), o dinamismo das relações internacionais pós-globalização cria uma série de causas de risco político, como: instabilidade política em países em desenvolvimento; disputas políticas internas em países desenvolvidos; dependência energética; mercados emergentes; transformações tecnológicas; crime organizado e terrorismo; e o declínio de poder dos EUA, junto com a multipolarização do sistema internacional.

3.2 As Agências de Classificação de Risco

De início, esta pesquisa estava focada em investigar o poder de agências de risco político, como Eurasia Group, Control Risks e outras organizações do ramo, dada a sua suposta credibilidade no mercado por traduzir os movimentos e as tensões políticas em termos quantificáveis e compreensíveis para o mercado. No entanto, no decorrer do levantamento, constatou-se que as agências de classificação de risco de crédito (*rating*) constituíam um objeto analítico mais viável e robusto para fins acadêmicos, por oferecerem um volume substancialmente maior de material público e dados consolidados para consulta, o que justifica o redirecionamento do foco deste estudo.

O *rating* é a classificação da capacidade e da disposição de pagamento de um ator financeiro (empresas ou Estados) nas condições pré-estabelecidas, resultante de uma avaliação técnica e, idealmente, imparcial. O processo de avaliação desta “nota” se dá a partir da classificação de créditos emitidos por empresas, com base em seu nível de endividamento, participação de mercado, liquidez, capacidade administrativa e situação macroeconômica (Ywata, 2014). Resumidamente, essa definição abrange dois tipos de classificação distintos: o *rating* corporativo, voltado a empresas, e o *rating* soberano, atribuído aos Estados com base de sua capacidade de honrar a dívida pública. É sobre esta segunda modalidade que esta dissertação vai se debruçar, atentando-se aos detalhes desse segmento específico mais adiante.

Sendo um segmento já consolidado no mercado desde o início do século XX, estas organizações centralizaram poder e tiveram papel central na expansão do mercado financeiro transnacional, bem como protagonizaram instabilidades econômicas como a Crise Mexicana (1994), a do Leste Asiático (1997), da Zona do Euro (2009–11) e, principalmente, a Crise dos Subprimes de 2008 (Palazzi, 2011). Nesta última ocasião, o impacto foi tão grande que levou a Comissão de Valores Mobiliários dos EUA, a SEC, a declarar que “as agências de *rating* podem ser úteis, mas sua influência tem sido amplamente desproporcional à qualidade da sua avaliação e à sua competência para prevenir desastres” (Securities And Exchange Commission, 2008, p. 67), referindo-se à não previsão da crise daquele ano pelas agências.

Dada a relevância de seu papel nesse cenário, bem como a densidade de seu acervo público de publicações, relatórios e arquivos históricos, disponíveis para consulta e análise, optamos por centralizar a investigação nesta categoria de agente financeiro.

3.2.1 Histórico

As agências de classificação de risco são empresas de natureza privada que surgiram nos Estados Unidos no século XIX, como agências de crédito mercantil, que analisavam a capacidade de mercadores de pagar suas obrigações. Com a expansão industrial no país, houve um crescimento do mercado e algumas agências passaram a se fundir, dando origem às empresas mais conhecidas nos dias de hoje, como a Moody's (1962) e a Standard and Poor's (1941), atual S&P *Ratings* (Cantor; Packer, 1994). A estas duas soma-se a Fitch *Ratings* (1924), o que completa o grupo das Big Three, caracterizado por um alto grau de concentração, que domina uma grande fatia do mercado global de classificação de crédito (SEC, 2015). Esse domínio pode ser mensurado em termos concretos: segundo dados da Securities and Exchange Commission (SEC), até 31 de dezembro de 2014, S&P, Moody's e Fitch respondiam, em conjunto, por 95,8% de todas as classificações de crédito vigentes nos Estados Unidos, com a S&P concentrando 48,6% do total (SEC, 2015). Mais de uma década depois, esse padrão se mantém: até 31 de dezembro de 2024, as três agências ainda respondiam por 93,38% de todas as classificações vigentes, apresentando uma redução marginal em relação aos 95,8% de 2014, mas revelando a persistência estrutural dessa concentração (SEC, 2026). No segmento de títulos soberanos, a concentração é ainda mais acentuada, correspondendo a 76,1% de todo o volume de notas emitidas pelas dez agências registradas na SEC, e as Big Three respondem por 98,6% de todas as classificações soberanas e governamentais vigentes (SEC, 2026), um dado particularmente relevante para esta pesquisa.

Além de servirem de guia fundamental para os agentes do mercado financeiro, as agências de classificação operam sem concorrência pública. Isso ocorre porque o Estado e os organismos internacionais não dispõem de órgãos oficiais capazes de substituir ou oferecer esse serviço de emissão de notas de risco de forma semelhante (Yamanari, 2016).

Enquanto a Moody's e a Standard & Poor's (S&P) ocupam uma parcela maior e quase equivalente em termos de alcance, a Fitch *Ratings* se estabelece como a terceira força relevante, completando um oligopólio que detém o controle sobre quase a totalidade das classificações emitidas mundialmente. Segundo White (2010), as raízes históricas que consolidaram o domínio destas agências, para além de suas fundações e fusões ainda no início do século XX, foram um decreto federal de 1936 que proibiu os bancos americanos de comprar títulos especulativos. A partir daí, as instituições financeiras foram obrigadas

por lei a aceitar e validar os julgamentos de risco das três grandes agências, que eram as únicas existentes até então, perdendo a autonomia de usar apenas seus próprios critérios. Posteriormente, reguladores de outros setores, como os de seguros e de pensão, adotaram a mesma regra (Yamanari, 2016). Essa medida passou a conferir às agências um papel quase oficial na supervisão do risco financeiro.

Já na década de 1970, o segmento marcou um ponto de inflexão diante da crescente complexidade do mercado financeiro, com o surgimento de produtos estruturados, como os títulos lastreados em hipotecas (MBS), o que aumentou a demanda por avaliações de risco mais simples. Nesse mesmo período, as agências de *rating* mudaram seu modelo de negócio de “investidor-paga” para “emissor-paga”. Isso significou que as empresas e os governos que emitem os títulos passaram a pagar pelas avaliações, o que expandiu enormemente o mercado de *ratings*, estabelecendo também seu pilar mais controverso e criticado: o conflito de interesses.

Além disso, até 2004, somente as três agências possuíam o selo de NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*), oferecido pelo *Securities and Exchange Commission* (SEC) desde 1975, junto ao governo estadunidense. Por isso, também forneciam informações ao Estado para a elaboração de diversas normas regulatórias. Atualmente, apenas onze agências contam com a aprovação do órgão (United States, 2026): nove dos EUA, uma mexicana e uma japonesa. Embora essa chancela confira prestígio, ela restringe o surgimento de novas instituições que poderiam diversificar e descentralizar o poder na arquitetura financeira global.

Após o segmento se consolidar, oferecendo serviços de classificação de risco de empresas, as agências também passaram, a partir dos anos 80, a oferecer serviços de *ratings* soberanos, referentes às capacidades dos governos centrais de honrar suas dívidas externas, calculando, assim, o risco de *default*, ou calote. No caso dos soberanos, o *default* ocorre quando um Estado se declara incapaz (ou se recusa) de pagar sua dívida pública, o que pode levar a moratórias ou renegociações forçadas com credores internacionais. O *rating* é, portanto, um selo de qualidade de um ativo ou de um conjunto de ativos de um Estado ou de uma entidade privada, que determina seu futuro no mercado internacional. Tal classificação, no entanto, é feita por atores privados que, mesmo não sendo oficiais, monopolizam a definição de padrões metodológicos (*standard setters*) e a distribuição destes riscos de crédito.

Com a definição de que grande parte das operações financeiras globais passaria pelo crivo das agências de *rating*, a busca por esse “selo” passou a ocorrer entre países

emergentes que visam promover a captação de investimentos em seus territórios. Assim, nos dias de hoje, notas e informações oferecidas pelas agências de classificação são determinantes e impactantes na transferência de títulos públicos estrangeiros, colocando países em desenvolvimento à mercê destes anúncios que, ao fim e ao cabo, determinam os preços de seus papéis no mercado (Ywata, 2014).

Para Bost, o papel e poder das agências são consideráveis, uma vez que sua avaliação sela o destino de muitos países em razão do maior ou menor afluxo de capitais (2007). A nota dada pelas agências de *rating* é um “abre-te Sésamo” quase obrigatório (Pastre & Sylvestre, 2008). Para Defarges, “os Estados são classificados e recebem notas como qualquer aluno. As agências de classificação [...] influem na posição dos Estados em face dos operadores internacionais. Quando a nota cai, os capitais partem. Quando a nota sobe, os capitais retornam” (2003). (Ywata, 2012)

Por deter esse poder de decidir quais os países que serão mais ou menos impactados pela publicação das notas, as agências começaram a ser alvo de críticas por criar um ambiente de direto conflito de interesses, em que a empresa classificada que paga para ser avaliada, e não os seus potenciais investidores. Por vezes, até o atraso na divulgação das notas pode confundir os operadores, bem como simples rumores de queda no nível de classificação, que de acordo com levantamento de Ywata (2012) e Gande e Parsley (2007), são muito mais impactantes do que as altas.

Também convém mencionar que a institucionalização das agências na governança econômica mundial ocorreu por meio dos Acordos de Basileia, um conjunto de recomendações internacionais para a regulação bancária (Castro, 2007), elaborado pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (BCBS), sediado no Banco de Compensações Internacionais (BIS), na Suíça. Os acordos, que ocorrem entre representantes de 45 bancos centrais e autoridades de regulação de 28 países, visam garantir a solidez e a estabilidade financeira internacional, exigindo que os bancos mantenham capital e liquidez suficientes para absorver riscos e perdas.

O primeiro acordo, Basileia I (1988), estabeleceu exigências mínimas de capital para os bancos internacionalmente ativos, estabelecendo que as instituições deveriam manter capital equivalente a pelo menos 8% de seus ativos atrelados ao risco. Nesse momento, cada risco era predeterminado pela categoria de ativo, sem referência direta às agências de *rating*. Ainda assim, o acordo inaugurou a lógica de que a solidez bancária deveria ser mensurada em função do risco dos ativos, o que preparou terreno institucional para a entrada das agências como árbitras dessa mensuração nas décadas seguintes (Castro, 2007). Foi com Basileia II (2004) que as agências de *rating* foram formalmente

incorporadas ao sistema regulatório bancário global. O acordo permitiu duas abordagens para calcular os ativos ponderados pelo risco de crédito: a padronizada, que utiliza classificações de risco de agências externas, e a baseada em modelos internos (*Internal Ratings-Based*), reservada a bancos maiores e com serviços mais complexos. Na prática, a abordagem padronizada tornou os *ratings* das ACRs um recurso regulatório obrigatório para a maioria dos bancos do mundo: um *rating* mais alto de uma agência de classificação permitia a um banco alocar menos capital para cobrir o risco de um determinado ativo, o que influenciava diretamente a lucratividade e as decisões de empréstimo em escala global. Um rebaixamento de *rating* de um país ou ativo passou a significar, com a validade dessas normas, a obrigação automática de os bancos reterem mais capital próprio, encarecendo o crédito e gerando um efeito pró-cíclico com graves potenciais, como visto na crise de 2008. Essa delegação de poder regulatório a atores privados representou um ponto de virada decisivo quando as agências deixaram de ser prestadoras de serviço e passaram a ser componentes estruturais dessa governança financeira internacional.

Assim, a modalidade de risco soberano foi escolhida para esta investigação por reproduzir a dinâmica de cancelar, ou não, a credibilidade das economias nacionais perante o mercado. Neste sentido, entendemos que esse processo gera desdobramentos políticos e macroeconômicos significativos, além de alimentar as assimetrias de poder entre os Estados no sistema financeiro global, tendo em vista que esse sistema de classificações determina o acesso, ou não, aos mercados globais de ativos. O processo de classificação soberana, no entanto, parte do país interessado em obter nota, para ter acesso aos mercados de capitais internacionais, nos quais, em geral, seus agentes exigem títulos classificados. Mais do que interessados em obter seus títulos de dívida com o selo positivo de um *rating*, os governos nacionais também buscam essa avaliação para que seus emissores privados, de mesma nacionalidade (empresas de seu território), sejam impactados positivamente pela classificação (Cantor; Packer, 1996).

3.2.2 Conceito e Definições

Assim como na pesquisa de Cantor & Packer (1994; 1996), dupla que se dedicou a examinar e expor a operação de duas das principais agências de classificação dos riscos soberanos, falaremos primeiro em apresentar os conceitos e definições das CRAs para, depois, partirmos para a análise. Desde os anos 90 até hoje, suas regras de classificação seguem sendo equivalentes (Tabela 1), onde elas utilizam símbolos compostos por letras e

números para organizar os *ratings* conforme a probabilidade de inadimplência. Na escala da Moody's, por exemplo, a nota “Aaa” representa o nível máximo de segurança, enquanto “D” indica falência.

Tabela 1: Escalas de Classificação de *Rating* das Big Three, separadas por Grau de Investimento e Grau de Especulação

Categoria	S&P	Moody's	Fitch	Escala
Grau de Investimento	AAA	Aaa	AAA	1
	AA+	Aa1	AA+	2
	AA	Aa2	AA	3
	AA-	Aa3	AA-	4
	A+	A1	A+	5
	A	A2	A	6
	A-	A3	A-	7
	BBB+	Baa1	BBB+	8
	BBB	Baa2	BBB	9
	BBB-	Baa3	BBB-	10
Grau Especulativo	BB+	Ba1	BB+	11
	BB	Ba2	BB	12
	BB-	Ba3	BB-	13
	B+	B1	B+	14
	B	B2	B	15
	B-	B3	B-	16
	CCC+	Caa1	CCC+	17
	CCC	Caa2	CCC	18
	CCC-	Caa3	CCC-	19
	CC	--	CC	20
	C	--	C	21
	SD	Ca	DDD	22
	D	C	DD	23
	--	--	D	24

Fonte: Bhatia (2002).

De forma a trazer informações mais atualizadas, buscamos nos referenciar diretamente aos manuais de definição publicados recentemente pelas agências em seus respectivos websites. Assim, segundo a publicação *Metodologia de Rating Soberanos* da S&P Global Ratings (2017), essa categoria de classificação é aplicada para governos soberanos e autoridades monetárias e diz respeito às suas capacidades e disposições de honrarem suas obrigações financeiras com credores (comerciais) não oficiais, ou seja, não

incluindo obrigações de crédito com outros governos, com órgãos supranacionais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI) ou Banco Mundial (BM) ou com empresas do setor público e governos locais e regionais. Além disso, é definido que o *rating* soberano é um *Rating* de Crédito de Emissor (*Issuer Credit Rating*), no qual a entidade como um todo é avaliada, e não um título específico. Trata-se de uma opinião sobre a capacidade intrínseca e a disposição geral de um emissor (um Estado-nação, uma empresa, um banco) para cumprir o conjunto de suas obrigações financeiras no prazo estipulado. Em oposição, há o *Rating* de Emissão (*Issue Credit Rating*), relativo à uma obrigação financeira específica, ou a uma classe específica de obrigações financeiras, em que são medidos os riscos de calote daquela única dívida, levando em consideração as garantias contratuais e as proteções legais exclusivas daquele título. Ainda segundo a publicação (S&P Global Ratings, 2017), a análise de risco, então, é feita a partir de cinco pilares conforme o quadro abaixo, adaptado para esta pesquisa:

Quadro 1: Pilares da Avaliação de Risco Soberano

Pilar de Avaliação	Foco Central	Principais Indicadores e Variáveis
1. Avaliação Institucional	Eficácia estatal e estabilidade política	Eficácia, previsibilidade e transparência das instituições; formulação de políticas sustentáveis; resposta a choques e manutenção da ordem; ambiente pró- <i>accountability</i> e fomento à "cultura de pagamento" da dívida.
2. Avaliação Econômica	Resiliência estrutural e geração de riqueza	Nível de renda (PIB per capita como base tributária e qualidade do crédito); perspectivas de crescimento futuro; grau de diversificação da economia e propensão a volatilidades.
3. Avaliação Externa	Relação financeira e comercial global	Liquidez externa (geração de moeda estrangeira para pagamento de credores não residentes); posição global de ativos e passivos; <i>status</i> e peso da moeda local nas transações internacionais.
4. Avaliação Fiscal	Saúde das contas públicas e financiamento	Histórico de endividamento do Estado; capacidade de manobra de déficits públicos e solidez da estrutura da dívida.

Pilar de Avaliação	Foco Central	Principais Indicadores e Variáveis
5. Avaliação Monetária	Credibilidade da política monetária	Autonomia e credibilidade do Banco Central no controle inflacionário e mitigação de crises; regime cambial adotado e eficácia das ferramentas de mercado.

Fonte: Adaptado de S&P Global *Ratings* (2017).

Em levantamento realizado por Yamanari (2016), constatou-se que crises financeiras precederam alterações significativas nos critérios analíticos das agências de *rating*, que passaram a atribuir pesos distintos a fatores fiscais e externos outrora secundários. Tomando como ponto de partida o estudo seminal de Cantor e Packer (1996) sobre os determinantes do risco soberano, a pesquisa de Yamanari demonstra que, entre 1996 e 2016, o poder explicativo das variáveis tradicionais sobre as notas de crédito soberanas diminuiu consideravelmente, passando de 90% para 72%.

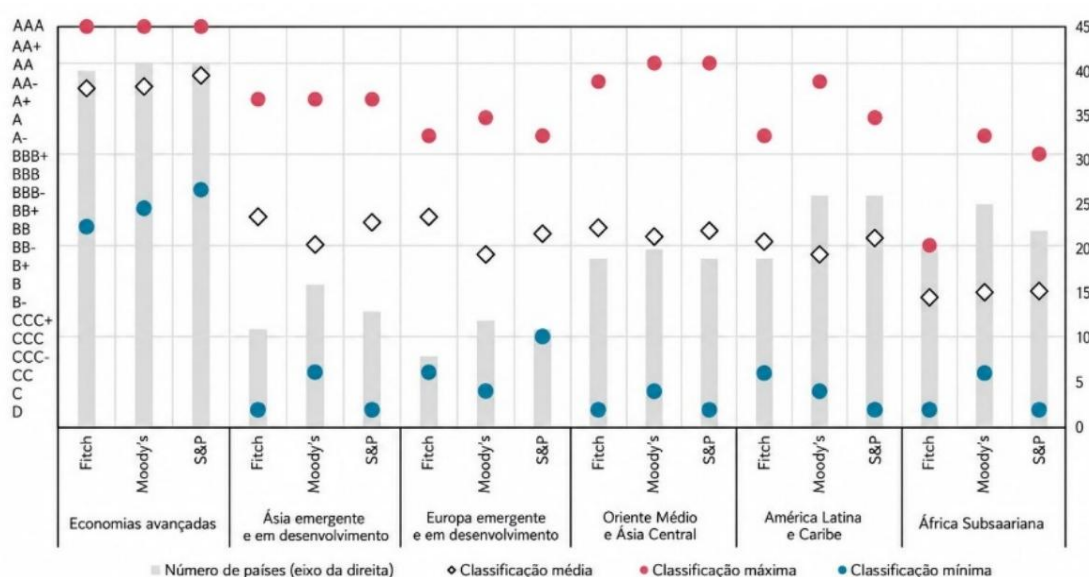
Diante disso, é importante ressaltar que as classificações de risco não são estáticas. Na verdade, elas são fundamentalmente dinâmicas, conduzidas pelo ritmo das mudanças de seu contexto político e econômico. Assim, suas mudanças ocorrem com os seguintes fenômenos: *downgrade*, quando há uma mudança de *rating* associada a uma piora da percepção de risco (maior probabilidade de *default*); e o *upgrade*, quando há uma mudança de *rating* associada a uma melhora da percepção de risco (menor probabilidade de *default*). Antes de uma mudança definitiva na nota (*upgrade* ou *downgrade*), as agências costumam sinalizar a direção a que o risco tende por meio de dois mecanismos. O primeiro, o *Outlook*, indica a tendência da nota para os próximos 6 a 24 meses (podendo ser Positiva, Negativa ou Estável) e o *Watch Listing*, que é um sinal de curto prazo, indica que a nota pode mudar a qualquer momento devido a um evento específico (como uma elevação súbita da taxa de juros ou uma crise política).

As notas atribuídas pelas agências delimitam uma fronteira crucial para a alocação de ativos na distinção entre o grau de investimento (*investment grade*) e o grau especulativo (*speculative grade*). O grau de investimento agrupa os emissores considerados altamente capazes de honrar seus compromissos financeiros, atraindo investidores institucionais conservadores e grandes fundos de pensão globais. Por outro lado, o grau especulativo indica maior vulnerabilidade a condições econômicas adversas, restringindo o acesso do país a certas fontes de liquidez e elevando substancialmente o custo de rolagem da dívida

pública, ou seja, o preço que o governo paga para substituir uma dívida que está vencendo por outra nova.

Essa dinâmica de melhora ou piora das avaliações de risco tende a gerar consequências significativas para os agentes econômicos, especialmente em casos de rebaixamentos de classificação. De acordo com o estudo de Gande e Parsley (2007), há evidências robustas de que o rebaixamento do *rating* de um país desencadeia um movimento de fuga de capitais, no qual investidores estrangeiros retiram seus recursos de ativos locais em busca de segurança no dólar ou em outras moedas de reserva internacional. Notadamente, a literatura aponta que esse fenômeno é unidirecional: enquanto os *downgrades* geram reações imediatas nos preços de ações, nos spreads de títulos públicos e nos fluxos de capital, os *upgrades* muitas vezes não apresentam relevância estatística significativa. Para além disso, de acordo com Scarabel e Rodrigues Júnior (2011), as evidências indicam que o downgrade também influencia a depreciação da moeda doméstica, enquanto os *upgrades* não geram resultados relevantes no câmbio. Contudo, a despeito do peso regulatório e econômico dessas notas, a atuação histórica das agências já revelou falhas críticas na publicação desses alertas. Durante a Crise Asiática de 1997, por exemplo, a demora em rebaixar os títulos da Tailândia causou grandes prejuízos aos investidores e pôs em dúvida a credibilidade da análise. Pouco depois, em 2001, um novo escândalo expôs outra falha grave: a Enron ainda era avaliada como grau de investimento pela S&P, Moody's e Fitch Ratings apenas quatro dias antes de declarar falência após escândalos de fraude corporativa e contábil (Machado; Arienti, 2019).

Em geral, esses movimentos de subida ou descida ocorrem em momentos muito próximos entre as três principais agências, bem como na notação final das classificações soberanas. Em estudo conduzido por Loussouarn e Vasse (2025, p. 7) a partir de dados da Fitch, Moody's e S&P, os autores elaboraram um quadro (Gráfico 1, abaixo) que evidencia um padrão de consistência notável entre as três agências dentro de cada região: para todas as seis regiões do mundo, as notas médias atribuídas por Fitch, Moody's e S&P divergem entre si por, no máximo, um ou dois *notches*, uma variação praticamente desprezível diante da escala de 22 posições que compõe o sistema de classificação (ver Tabela 1). Essa proximidade se repete tanto no topo quanto na base da distribuição. Nas economias desenvolvidas, as três agências convergem para o intervalo entre A+ e AA-; na África Subsaariana, convergem igualmente para o intervalo entre B- e B.

Gráfico 1: Panorama dos *Ratings* Soberanos por Agência e Região, 2023

Fonte: Loussouarn; Vasse (2025, p. 7), com dados de Moody's, Fitch e S&P.

Outra diferenciação central para a apresentação do universo das classificações de risco de crédito é os *ratings* de curto prazo e de longo prazo. Enquanto o primeiro foca em saber se o país tem dinheiro em caixa (reservas internacionais), verificando a capacidade de pagamento de compromissos que vencem em menos de um ano (como títulos de 30, 90 ou 180 dias), este último se volta para qualificar as estruturas macroeconômicas, as dinâmicas demográficas, a estabilidade política e a sustentabilidade da relação dívida/PIB, avaliando compromissos com vencimento superior de um ano.

Essa distinção entre *ratings* de curto e de longo prazo revela algo fundamental sobre a lógica das agências: sua avaliação não se limita a fotografar o presente financeiro de um país, mas também projeta sua trajetória futura, incluindo sua estabilidade política, sua sustentabilidade fiscal e sua inserção nas dinâmicas macroeconômicas globais. As agências de *rating* são, portanto, instituições que exercem poder sobre o futuro ao qualificar a capacidade de pagamento de um Estado ao longo do tempo, definindo as condições em que esse Estado poderá acessar financiamento, atrair investimentos e implementar políticas públicas. Esse poder de construir uma imagem autorizada do que um país será, é o que torna as agências atores políticos, e não apenas técnicos, do sistema financeiro internacional. É precisamente sobre esse poder e suas consequências, que o capítulo seguinte se propõe a examinar criticamente.

3.3 Agentes Híbridos, Autoridade Privada e Sistemas Peritos

As agências de classificação de risco ocupam uma posição que resiste às categorias convencionais de análise política: não são Estados, nem organizações internacionais, tampouco empresas privadas comuns, cuja atuação se limita aos efeitos de suas próprias transações comerciais. Elas produzem julgamentos que circulam como fatos objetivos, orientam decisões de alocação de capital em escala global e, ao fazê-lo, cumprem uma função que, em outros domínios da vida pública, se esperaria de uma autoridade reguladora formalmente constituída. Essa ambiguidade categorial não é exclusiva das agências de *rating*, mas sim um traço definidor de uma classe mais ampla de atores que a Economia Política Internacional passou a descrever, a partir do final do século XX, como autoridade privada.

Hall e Biersteker (2002) sistematizam esse conceito ao observar que a governança global contemporânea já não é produzida exclusivamente por Estados e organizações interestatais, mas também por atores não estatais capazes de estabelecer regras, normas e padrões de conduta amplamente seguidos, sem que essa capacidade decorra de qualquer mandato constitucional ou tratado internacional que os autorize. A autoridade, nesse caso, não é de direito, no sentido de estar ancorada em um ordenamento jurídico-político que a reconheça formalmente, mas de fato: ela existe porque é reconhecida e operacionalizada na prática por quem se submete a ela, voluntária ou involuntariamente. As agências de *rating* podem ser consideradas, nesse sentido, um caso paradigmático, dado que nenhuma constituição nacional ou tratado internacional lhes confere propriamente o direito de determinar o custo do crédito de um Estado soberano, e, ainda assim, é resumidamente isso que suas notas fazem nos mercados financeiros globais.

Isso não significa que as agências operem em um vácuo regulatório absoluto. Os Acordos de Basileia, sobretudo a partir de Basileia II, incorporam formalmente as notas de crédito emitidas por agências reconhecidas como *External Credit Assessment Institutions* (ECAI) ao cálculo dos requisitos de capital regulatório dos bancos, na chamada Abordagem Padronizada de risco de crédito. Essa incorporação, contudo, regula o uso que os bancos fazem das notas para fins de solidez financeira, e não confere às próprias agências qualquer autoridade pública ou licença regulatória: como esclarecem os próprios documentos oficiais do setor, o processo de reconhecimento de uma ECAI “não constitui, de forma alguma, uma forma de regulação dessas instituições, nem uma forma de licenciamento das agências de *rating*” (Committee Of European Banking Supervisors, 2010, p. 1, tradução nossa), servindo apenas de base para o cálculo dos requisitos de capital. A autoridade das

agências, nesse sentido, permanece de fato, mesmo quando sua atividade é objeto de regulação formal.

Esse diagnóstico estrutural, no entanto, deixa uma pergunta em aberto: se a autoridade das agências não decorre de nenhum mandato formal, o que impede que essa autoridade seja contestada cotidianamente? É aqui que o conceito de sistemas peritos, de Anthony Giddens, torna-se complementar ao de autoridade privada.

O conceito de sistemas peritos não é uma formulação isolada, mas parte de um projeto teórico mais amplo que Giddens desenvolve, sobretudo, em *As Consequências da Modernidade* (1990) e em *Modernidade e Identidade* (1991). Nessas obras, o sociólogo britânico busca explicar o que torna a modernidade uma forma de organização social radicalmente distinta das sociedades tradicionais, identificando três dinamismos centrais: a separação entre tempo e espaço, que permite coordenar ações à distância sem depender da presença física; a reflexividade institucional, pela qual práticas e saberes são constantemente revisados à luz de novas informações; e os mecanismos de desencaixe (*disembedding mechanisms*), que retiram as relações sociais de seus contextos locais de interação e as reorganizam através de extensões indefinidas de tempo e espaço. É nesse terceiro dinamismo que se situam os sistemas peritos, responsáveis por substituir a confiança pessoal, própria das sociedades tradicionais, pela confiança sistêmica, depositada em princípios abstratos e em desconhecidos que operam sistemas técnicos que a maioria de nós não é capaz de verificar por conta própria. O problema que Giddens tenta resolver, em suma, é como a vida social cotidiana permanece minimamente previsível em um mundo cada vez mais globalizado, anônimo e tecnicamente complexo, investigação que dialoga diretamente com a sociedade do risco discutida na seção 3.1, já que ambos os conceitos emergem do mesmo esforço de Giddens para compreender como as sociedades modernas gerenciam a incerteza estrutural que elas próprias produzem.

Ao descrever os sistemas peritos (*expert systems*), o autor os define como “sistemas de excelência técnica ou competência profissional que organizam grandes áreas dos ambientes material e social” (Giddens, 1991, p. 35). A confiança depositada nos sistemas peritos não constitui um ato de fé irracional, mas fundamenta-se na evidência objetiva de sua eficácia operacional. A previsibilidade da vida cotidiana, manifestada na segurança dos transportes aéreos, na efetividade dos tratamentos médicos e na integridade das estruturas de engenharia, confirma a funcionalidade desses sistemas e consolida sua legitimidade perante a sociedade, sem que tenhamos, necessariamente, que fiscalizar o trabalho de controladores de voo, médicos e engenheiros.

De forma complementar, forças reguladoras atuam como “metassistemas peritos”, com um nível de especialização técnica equivalente, tornando-se responsáveis por auditar e validar os padrões de confiabilidade de produtos, serviços e atividades complexas. São as chamadas “agências reguladoras”, geralmente ligadas ao aparato estatal, que regulamentam as atividades de seus respectivos sistemas. Em última análise, a estabilidade desses arranjos de sistemas peritos baseia-se em uma confiança coletiva e leiga na competência técnica e na integridade ética dessas instituições (Miguel, 2022). A confiança, segundo Giddens, é o alicerce central das instituições sociais modernas, uma vez que desconhecemos os códigos, técnicas e protocolos presentes na construção civil, em um centro cirúrgico ou em um sistema de controle aéreo e, mesmo assim, moramos em casas, passamos por cirurgias e frequentamos aeroportos. Essa confiança pressupõe consciência das circunstâncias de risco, o que a distingue da crença, conceito semelhante, mas não sinônimo. A primeira refere-se a uma racionalidade pragmática e calculável, operada sob a lógica do risco passível de previsão; a segunda remete a uma dimensão subjetiva que negligencia eventos raros e desestabilizadores.

Ao qualificar as agências de *rating* como sistemas peritos, assumimos que elas possuem, ou lhes é dado, um certo monopólio da interpretação e da significação sobre o que constitui um investimento bom ou ruim, potencial ou falido. Ao emitir uma nota (AAA ou B-), elas não estão apenas dando uma opinião, mas operando um sistema técnico complexo que a maioria dos atores, inclusive do mercado, não compreende, mas no qual confia. A cada nota publicada ou relatório entregue que repercute em ações dos atores financeiros, a legitimidade deste ator privado como autoridade dessa governança é fortalecida, a ponto de o próprio mercado preferir terceirizar essa atividade a investidores institucionais mais especializados, visando ao melhor aproveitamento possível dos dados na tomada de decisão (Palazzi, 2011).

É da correlação entre essas duas categorias supracitadas, de autoridade privada e sistemas peritos, que emerge o conceito de ator híbrido mobilizado ao longo desta dissertação: um agente que não é público em sua natureza, mas exerce função pública em seus efeitos; que não está sujeito à fiscalização direta que se aplicaria a um ator público ou governamental, mas cuja competência técnica é tratada como presunção quase normalizada; e que, por operar nessa zona ambígua entre o privado e o público, entre o técnico e o político, escapa, ao menos parcialmente, aos mecanismos ordinários de responsabilização que se aplicariam a uma autoridade formalmente constituída.

Essa autoridade híbrida, contudo, não opera à margem de qualquer regulação formal

e é precisamente o contorno dessa regulação que revela os limites do que ela é capaz de endereçar. De acordo com levantamento de Palazzi (2011), diversas frentes de resposta regulatória foram iniciadas a partir dos anos 2000, nos Estados Unidos e na Europa, voltadas ao aumento da fiscalização e à redução dos problemas de informação assimétrica que caracterizavam o setor. Nos Estados Unidos, esse movimento começou com a Lei Sarbanes-Oxley, de 2002, que determinou o envio de um relatório periódico, por parte da *Securities and Exchange Commission* (SEC), sobre a indústria das agências de *rating* e sobre as organizações reconhecidas como *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO), ao Congresso norte-americano. Em 2004, a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) publicou o *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, um guia de padrões operacionais destinado a assegurar a integridade do processo de emissão de notas; e, em 2006, entrou em vigor o *Credit Rating Agency Reform Act*, que consolidou e atualizou critérios e definições, entre eles o próprio conceito de NRSRO, exigindo que as agências assim reconhecidas obtivessem esse selo para operar formalmente em território estadunidense e submetendo-as a supervisão contínua, incluindo a entrega de relatórios anuais detalhando metodologias e estatísticas de desempenho. Esse arcabouço passou por nova transformação estrutural em 2010, com a aprovação da Lei Dodd-Frank de Reforma de *Wall Street* e Proteção ao Consumidor (*Federal Reserve History*, 2010), em resposta direta aos erros de avaliação que levaram à crise dos *subprimes* de 2008, consolidando a SEC, por meio de seu departamento específico, o *Office of Credit Ratings* (OCR), como o principal órgão fiscalizador das agências no país.

Na União Europeia, esse movimento ocorreu um pouco depois, em 2009, quando foram adotadas regras destinadas a minimizar conflitos de interesse, responsabilizando as agências por suas opiniões de *rating* e exigindo a divulgação de empresas avaliadas que respondessem por mais de 5% de sua receita. Já em 2011, esse arcabouço foi centralizado com a criação da *European Securities and Markets Authority* (ESMA), responsável por supervisionar e registrar as agências de *rating* em todo o bloco.

No Brasil, essa responsabilidade é da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que, segundo resolução do órgão (Brasil, 2020), estabelece exigências de registro, conduta e transparência para as agências, com o objetivo de mitigar conflitos de interesse, como o modelo “emissor-paga”, e de garantir que as metodologias utilizadas sejam consistentes e públicas.

Note-se, contudo, que essa arquitetura regulatória, em todas as suas variantes

nacionais, concentra-se majoritariamente na mitigação de conflitos de interesse financeiros e na transparência procedimental e técnica, sem necessariamente questionar se as metodologias em si, formalmente válidas e publicamente divulgadas, produzem resultados equânimes entre os distintos Estados avaliados. Essa verificação, portanto, não preza nem é movida por um resultado desprovido de viés, mas por um processo minimamente regulado e transparente. Essa lacuna é, em certa medida, um efeito colateral da própria natureza dos sistemas peritos: se sua legitimidade deriva precisamente do fato de que o leigo não fiscaliza diretamente seus métodos, assim como um passageiro não audita o trabalho de um controlador de voo, eventuais enviesamentos sistemáticos embutidos em sua metodologia tendem a permanecer fora do escrutínio cotidiano que sustenta sua autoridade, mesmo diante de um aparato regulatório relativamente robusto.

Compreender o que são as agências de *rating*, como operaram historicamente e como se consolidaram como autoridades do sistema financeiro internacional é condição necessária, mas não suficiente, para avaliar o papel que desempenham hoje. A descrição do objeto revela a arquitetura e a análise crítica revela o que essa arquitetura produz, e a favor de quem. Ao longo deste capítulo, estabeleceu-se que o risco não é uma categoria neutra, mas uma construção social e política (seção 3.1), e que as agências de *rating*, ao longo de mais de um século de institucionalização, consolidaram-se como atores híbridos dotados de autoridade privada que funcionam como sistemas peritos, não sendo autoridades oficiais no sentido formal do termo, mas produzindo regras, avaliações e classificações que influenciam diretamente nos fluxos de capital internacional (seção 3.3). Falta, contudo, situar essa autoridade no tempo. As agências não operam em qualquer momento histórico, sua influência se exerce sobre Estados, mercados e populações que atravessam um período específico, marcado pela convergência simultânea de crises de naturezas distintas, como as financeiras, climáticas, sanitárias e geopolíticas, que a literatura contemporânea tem chamado de policrise.

É nesse enquadramento temporal que o Capítulo 4 se desenvolve, mantendo a estrutura teórica construída até aqui. Em vez de descrever as agências novamente, o capítulo as investiga em ação: primeiro, situando-as dentro da policrise contemporânea, em seguida, mapeando globalmente a distribuição de suas notas e revisando parte da literatura empírica sobre enviesamento regional das classificações de risco; e, por fim, testando a hipótese central desta dissertação em uma manifestação mais ilustrativa, comparando dois estudos de caso pareados, um dos Estados Unidos e outro do Brasil, o primeiro representando a categoria de país de renda alta e segundo de categoria de renda média, no

qual as mudanças de *rating*, ocorridas por circunstâncias econômico-políticas, tiveram consequências mais significativas no status do último do que no primeiro.

4 A ARQUITETURA ENVIESADA DO RISCO EM MEIO À POLICRISE

Para este capítulo será assumido o enquadramento temporal específico da Policrise, um conceito contemporâneo para qualificar o período pós-crise de 2008, para examinar a arquitetura enviesada do risco soberano a partir das atividades da agência *Standard and Poor's* (S&P). Antes de avançar para a análise dos vieses dessa arquitetura, contudo, é necessário compreender com mais profundidade o que a literatura de policrise oferece como ferramenta analítica (seção 4.1). O conceito de sistemas peritos, já articulado ao poder estrutural de Strange no Capítulo 3 (seção 3.3), orienta a leitura da cartografia global do risco e da revisão de literatura sobre enviesamento apresentadas na sequência (seção 4.2) e retorna, de forma mais sistemática, na comparação entre EUA e Brasil (seção 4.3). Somente então será possível demonstrar, com dados e casos concretos, como essa arquitetura de risco se distribui de forma desigual entre países de renda alta e países de renda média e baixa a partir da comparação de avaliações de risco dos EUA e Brasil (seção 4.3).

4.1 O Mundo da Policrise

Para atualizar o debate sobre a GGR, com base em publicações sobre risco e governança global datadas dos anos 2000 e 2010, propomos enquadrar esta pesquisa por meio da inclusão da literatura sobre a policrise global, um debate de fronteira, consideravelmente recente, que propõe uma atualização das perspectivas temporais.

Assim, ao pensar no momento atual das relações internacionais e da ordem mundial, é difícil prescindir do termo “crise”, pois esse fenômeno não é novo no curso da história, como é amplamente sabido e documentado. Segundo Malte Brosig (2025), no entanto, as discussões em RI não reconheciam a crise como elemento fundamental dos debates, apesar de seu valor essencial para a compreensão de fatos históricos e políticos. Ainda assim, o conceito de policrise (do inglês *polycrisis*), tem ganhado força na mídia (Serhan, 2023; Cantor, 2023) e na academia como uma espécie de *slogan* para diagnosticar a contemporaneidade, ou pelo menos os últimos 10 anos, marcados por crises e acontecimentos “sem precedentes” e interconectados em diversas esferas da vida social planetária.

As grandes tragédias climáticas, os conflitos armados em tensão crescente no Oriente Médio e Leste Europeu, uma Guerra Fria se estabelecendo entre China e EUA, a

onda de populismo de extrema-direita, os movimentos migratórios em massa, tudo isso na esteira da pandemia de Covid-19, são algumas das expressões dessa permacrise, outra definição que descreve um estado contínuo de crises e insegurança (Collins Dictionary, 2023) que marca o Antropoceno.

O ressurgimento, e consequente popularização do termo, veio em dois movimentos: primeiro em discursos do ex-presidente da Comissão Europeia, Jean-Claude Juncker, quando destacava como as muitas crises na governança da UE estão interligadas (2016); depois quando Adam Tooze, um historiador e colunista do jornal *Financial Times*, passou a caracterizar o período pós-pandêmico marcado por crises que, quando vistas como um todo, são mais preocupantes do que vistas individualmente, ou seja, não possuindo uma só causa nem uma só solução (Tooze, 2022). Com essa proeminência, o termo passou a estar presente também em relatórios econômicos, como o Relatório de Riscos Globais, lançado anualmente pelo Fórum Econômico Mundial, onde aparece para se referir a potencial escassez de recursos naturais, como água, minerais e alimentos (World Economic Forum, 2023).

A origem do conceito é anterior, partindo do filósofo Edgar Morin, no contexto de seu pensamento sobre a teoria da complexidade, que, junto a Anne Brigitte Kern, cunharam o termo *policrise* em seu livro *Homeland Earth* (Morin; Kern, 1999). Nele, argumentam que o mundo não enfrenta um “problema vital único, mas muitos problemas vitais, sendo essa complexa intersolidariedade de problemas, antagonismos, crises, processos descontrolados e a crise geral do planeta que constitui o problema vital número um” (Morin; Kern, p. 74), marcando as incertezas e ambiguidades da vida social como virtudes da existência, não como um fato a ser corrigido ou contido.

Por outro lado, a literatura que se debruça sobre o conceito define que essa polivalência de crises não apenas se soma, mas se multiplica entre si, amplificando seu alcance e seus efeitos em um mundo profundamente interconectado (Brosig, 2025). Para Ruth Richardson (2025, p.1), devido a esse caráter amplificador, o atual cenário de incerteza “cria um mundo de risco sistêmico global que é mais sério, em termos de escala e gravidade, do que os riscos que encontrávamos antes”, tendo em vista que sua gravidade vai além de uma “crise sistêmica”. Assim, segundo Richardson (2025), esta crise “convencional”, embora ainda desestabilizadora, pode ser deflagrada por um choque singular e identificável, cuja espiral, teoricamente, pode ser neutralizada caso sua propagação seja contida. Esta tem sido a lógica da gestão de crises desde a crise de 2008, uma abordagem que, no entanto, tem demonstrado limitações.

A lógica e a natureza da policrise, todavia, inviabilizam essa contenção. Sua natureza reside em um emaranhado de causalidades interdependentes que não apenas resiste a intervenções, mas também reage a elas, uma vez que as soluções implementadas tendem a gerar novas crises em outras esferas. Sua força analítica reside na identificação dos mecanismos causais que entrelaçam diferentes sistemas globais (climático, geopolítico, econômico e sanitário), criando um “emaranhamento” (*entanglement*) em que os riscos não apenas se somam, mas também se amplificam mutuamente (Lawrence, 2022). Um mecanismo-chave é a propagação de falhas em cascata (*cascading failures*), em que uma falha inicial em um sistema, como a ruptura das cadeias de suprimentos globais, causada pela crise sanitária da Covid-19, não fica contida, mas se propaga para outros sistemas, gerando uma crise de produção e, conseqüentemente, uma crise inflacionária, que pode se desdobrar em crises políticas e econômicas de proporções globais.

Godin (2022) exemplifica essa noção, quando mobiliza a crise financeira de 2008 como um caso emblemático para demonstrar como as intervenções setoriais geraram crises interconectadas. Nessa análise, o estímulo massivo ao investimento na China, concebido como solução para a crise estadunidense, funcionou como um catalisador de múltiplos desequilíbrios subsequentes: agravou a crise climática por meio da superprodução industrial chinesa, fomentou reações nacionalistas nos EUA e induziu uma bolha imobiliária especulativa na própria China. O autor utiliza esta cadeia de eventos para sustentar seu argumento de que, no contexto da policrise, cada solução tem potencial de inaugurar uma nova crise, perpetuando a instabilidade em escala global (Godin, 2022). Neste sentido, o ambiente da policrise deve ser compreendido como um sistema fundamentalmente adaptativo e dinâmico, mas também expansivo, no qual a crise e seu contexto mantêm uma relação de causalidade recíproca e contínua.

É nesse mesmo ano de 2008, vale lembrar, que a arquitetura de risco aqui investigada revelou sua primeira falha sistêmica de larga escala, quando as agências de *rating*, incapazes de antecipar o colapso, tiveram sua credibilidade tecnicamente abalada, mas não sua autoridade estrutural sobre o sistema financeiro global.

Em um esforço acadêmico para investigar com urgência o tema, o Cascade Institute, no Canadá, liderado pelos acadêmicos Thomas Homer-Dixon, Scott Janzwood e Michael Lawrence, tem sido o centro de produção de publicações que oferecem uma definição mais rigorosa e abrangente do conceito. Mais do que isso, colocam o termo no centro do debate, onde se elaboram usos potenciais para explicar o mundo contemporâneo, testando seus limites e reconhecendo suas lacunas e oportunidades explicativas. Ao estabelecer uma

vanguarda na pesquisa de policrise, a iniciativa vem desenvolvendo um alicerce teórico e analítico essencial para o campo de estudos de policrise.

Neste sentido, Lawrence, Janzwood e Homer-Dixon (2022) elaboram um manifesto científico, intitulado “A call for an international research program on the risk of a global *polycrisis*” (2022). Nele, os autores reforçam a necessidade de uma colaboração global para investigar os mecanismos causais da policrise e desenvolver políticas que mitiguem esse risco. O texto propõe uma estrutura analítica para identificar as interconexões complexas e os “feedbacks” entre os sistemas globais, argumentando que o resultado dessas interações pode ser uma “macrocrise” que degrade irreversivelmente as perspectivas da humanidade. Na tentativa de explicar as causas do fenômeno da policrise, o documento divide a humanidade em três macrocategorias independentes de sistemas globais: o biofísico (atmosfera, água e matéria viva), o sócio-metabólico (saúde, agricultura e produção material-industrial) e o cultural-institucional (produção simbólica, governança social, ordem internacional). O ponto central desta estrutura é que a policrise não emerge de uma falha isolada em um único domínio, mas da interação e das retroalimentações entre eles. Dessa forma, uma perturbação no sistema biofísico, como um evento climático extremo, gera um choque no sistema socio-metabólico (afetando a produção de alimentos) que, por sua vez, desencadeia uma crise no sistema cultural-institucional (instabilidade econômica e política), demonstrando o emaranhamento causal que define a era contemporânea pós-pandêmica.

Em “*Global Polycrisis: the causal mechanisms of crisis entanglement*” (Lawrence et al., 2024), os autores se aprofundam em uma análise teórica, reconhecendo que o termo tem ganhado destaque por pesquisadores e atores da política, mas sem um entendimento mais definido ou consolidado. Aqui, é explicada a estrutura geradora desses rompimentos de equilíbrio nesse contexto da policrise, na qual “a crise global surge quando um evento desencadeador de rápida evolução se combina com tensões de evolução lenta, empurrando um sistema global para fora do seu equilíbrio estabelecido e para um estado volátil e prejudicial de desequilíbrio” (Lawrence et al., 2024, p. 1). O surgimento de um vírus de fácil e rápida transmissão pode, neste caso, ser interpretado como o primeiro evento, combinando-se com uma configuração da vida mundial globalizada que favoreceu a ampla disseminação e decorrente paralisação das atividades.

O amplo alcance que o conceito de policrise atingiu é evidenciado por sua rápida difusão para além do contexto acadêmico. O termo tem sido progressivamente incorporado à linguagem estratégica de um conjunto heterogêneo de atores, constando hoje em

relatórios de Organizações Internacionais, como a ONU, no PNUD e UNICEF (Baylon; Robele, 2022; Rees; Gromada; Byrne, 2023), União Europeia (Juncker, 2018), de entidades da sociedade civil, como o Fórum Econômico Mundial (2023), e de corporações do setor privado, notadamente o de seguros (Zurich Insurance Group, 2023). Essa notável capilaridade reflete uma percepção compartilhada de que os modelos de risco setoriais se tornaram insuficientes para lidar com a natureza interconectada e multifacetada dos desafios contemporâneos.

Este uso amplificado do termo, todavia, não o blindou de ser criticado. Se por um lado a literatura de policrise anuncia que vivemos em um presente de múltiplas crises sobrepostas, denunciando uma singularidade histórica do nosso tempo, há quem diga que essas sequências de acontecimentos são somente a história acontecendo (FERGUSON, 2021), ou que não haja necessidade de um neologismo. Em 2022, Samanth Subramanian publicou um texto questionando se o uso de um novo termo ajudaria a sociedade a lidar melhor com os problemas contemporâneos, elencando momentos históricos que, segundo ele, poderiam ser considerados como policrises: a Guerra dos 30 anos, 1ª Guerra Mundial, o genocídio dos povos ameríndios, e a grande fome na Índia. Neste sentido, segundo Subramanian (2022), se a condição central para ser considerada uma policrise é a autodestruição da humanidade, vivemos nela deste Hiroshima, concluindo que essa definição não ultrapassa o significado de “temos muitos problemas”.

Para além desta divergência, também destacamos a posição sul globalista frente a esta discussão, afinal, para muitos países emergentes ou subdesenvolvidos, a norma é marcada pela crise e não pela estabilidade. Farwa Sial escreve que “para uma criança afegã, iemenita ou haitiana de 10 anos ou mais, o mundo sempre foi um continuum da chamada “policrise” (2023). A crescente preocupação ocidental com o termo, neste sentido, pode significar que as crises e demais problemas, até então do sul global, ultrapassaram as fronteiras dos países risco, levando a internalização desse tema como uma novidade, expondo que a policrise se tornou global agora, mas já existia de outras formas anteriormente. Seria a policrise a oportunidade do norte olhar para o sul frente à frente e não de cima para baixo? Sial reafirma que, “a menos que a Policrise questione seriamente os impulsionadores do poder e encontre maneiras de desafiá-los, corre o risco de se tornar mais uma palavra da moda política neoliberal” (Sial, 2023, n.p.).

A escolha dessa referência nesta pesquisa, porém, se sustenta, pois, a literatura de policrise, além de trazer um olhar muito atualizado dos fatos e disputas políticas do cenário internacional, também envolve a literatura de governança global, ao questionar as estruturas

que terão agora que lidar com um novo tipo de fator de desequilíbrio. Além disso, esta escolha de enquadramento também servirá para demarcar temporalmente o processo de análise a partir da Pandemia de Covid-19, sendo este evento central e constituinte da policrise, marcando um momento conjuntural de convulsão global que, segundo Helleiner (2025), é o primeiro choque agudo de uma série de crises sobrepostas.

Neste caso, o autor analisa como as respostas financeiras à pandemia, para evitar um colapso financeiro de grandes proporções, como o fortalecimento da rede de segurança financeira global através de linhas de swap e empréstimos emergenciais do FMI e Bancos de desenvolvimento, criaram um contexto específico que foi subsequentemente abalado pelas outras crises, como a inflacionária, a baixa popularidade dos líderes incumbentes ou a escalada da disputa geoeconômica entre EUA e China.

Dentro deste quadro, o mais recente evento catalisador foi a reeleição de Donald Trump nos Estados Unidos, que, em seu segundo mandato, tem promovido mudanças profundas no sistema econômico-financeiro estadunidense, transformando, por exemplo, o pagamento de juros sobre os títulos do Tesouro em uma arma, o que tem permitido a deterioração da confiança nesse parâmetro do sistema financeiro global (Helleiner, 2025). Em artigo, Helleiner afirma que tais mudanças levaram a Moody's, uma das três grandes agências de *rating*, a rebaixar a nota de crédito dos EUA pela primeira vez em 108 anos.

Vemos, portanto, que o cenário de Policrise também é o de "poliriscos", demandando uma avaliação diferenciada e atualizada dos atores da governança global do risco para que possam seguir gerenciando esses riscos. Como se verá adiante, contudo, essa multiplicação de riscos não se distribui de forma neutra entre os Estados, uma vez que a própria capacidade de nomear, medir e hierarquizar o risco torna-se, ela mesma, uma fonte de poder desigual.

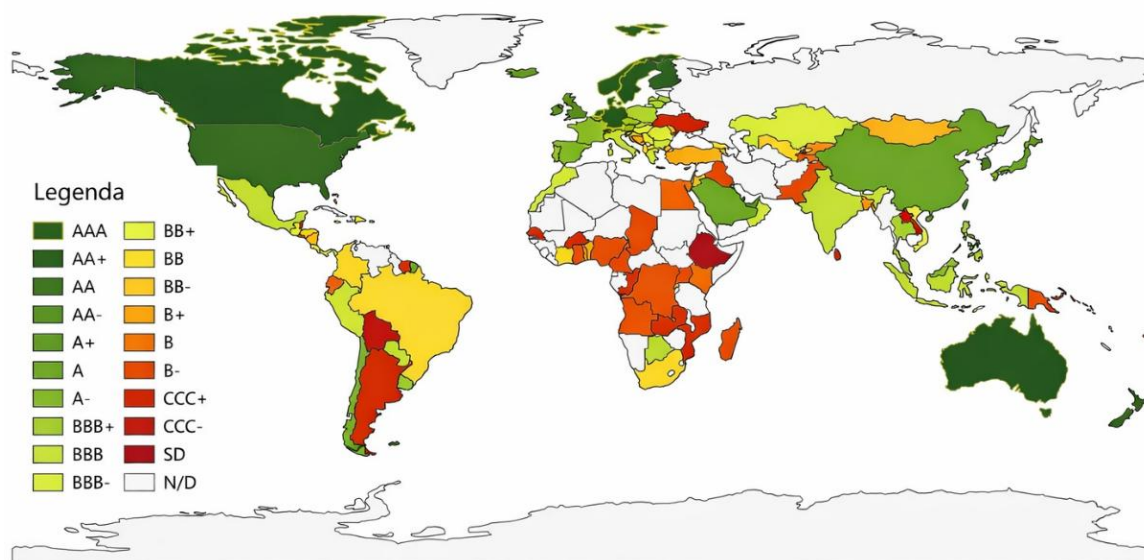
4.2 Uma Cartografia Enviesada do Risco

Tendo estabelecido, no capítulo anterior, os fundamentos teóricos que qualificam as agências de *rating* como agentes híbridos, dotados de autoridade privada e que funcionam como sistemas peritos, cabe agora perguntar se essa autoridade de classificação de risco os distribui de forma equânime entre os países avaliados ou se reproduz, na prática, os contornos de uma hierarquia já conhecida da economia política internacional. Uma primeira aproximação a essa pergunta pode ser obtida por meios visuais: se o enviesamento aqui hipotetizado for real, ele deveria ser identificável não apenas em casos isolados, mas

também como um padrão espacial reconhecível na distribuição global das notas soberanas. É por isso que esta seção inicia o movimento empírico desta dissertação com uma cartografia temática do risco, antes de avançar, nas seções seguintes, para a revisão da literatura sobre enviesamento e para o estudo de casos comparados entre os Estados Unidos e o Brasil.

Para facilitar a visualização e introduzir a discussão sobre a desigual distribuição dos riscos de crédito soberanos pelas ACRs, partimos para a elaboração de um mapa que exhibe os *ratings* de crédito por país. Para isso, foram utilizadas as classificações mais recentes de risco soberano de longo prazo em moeda estrangeira, emitidas pela S&P Global Ratings (2026) e publicamente disponíveis em seu site. Nesta elaboração do mapa temático, indicamos as notas da escala da agência (como AAA, AA+, BBB-) diretamente sobre a malha de países. A metodologia baseou-se em técnicas de cartografia temática, aplicando um gradiente de cores sequenciais para representar a transição das notas e viabilizar a leitura comparativa entre os Estados, destacando em verde os que possuem Grau de Investimento (AAA; BBB-) e, em cores quentes, os que possuem Grau Especulativo (BB+; D). A plataforma utilizada foi a QGIS, que se trata de um programa de código aberto e gratuito que serve para processar dados geoespaciais, usando a base de dados territoriais do *Natural Earth*, um site de dados cartográficos de domínio público, que disponibiliza bases de mapas padrão para uso personalizado. Ao analisar a distribuição espacial dessas notas, fica evidente a desigualdade dessa distribuição e a determinação dos riscos de crédito.

Mapa 1: Ratings Soberanos S&P 2026



Fonte: Elaborado pelo autor com dados da S&P Global (2026)

agências de classificação de risco, o Mapa 2 traduz uma hierarquia de renda subjacente a essa mesma amostra de países, segundo a metodologia do Banco Mundial já apresentada na Introdução deste trabalho, com quatro categorias: renda baixa, renda média-baixa, renda média-alta e renda alta, definidas a partir da Renda Nacional Bruta (RNB) per capita, calculada pelo método Atlas (World Bank, 2026b). Cada país da amostra recebe, portanto, duas classificações simultâneas, produzidas por instituições distintas e com metodologias independentes entre si: uma que mede seu nível de desenvolvimento econômico (Banco Mundial) e outra que mede sua credibilidade perante o mercado financeiro internacional (S&P Global *Ratings*). A leitura conjunta dos dois mapas nos permite perguntar, em escala global e de forma visual, o que a comparação entre EUA e Brasil investiga em maior profundidade na seção 4.3: em que medida essas duas classificações, produzidas de forma independente uma da outra, efetivamente coincidem e onde e por que razão elas divergem.

Para verificar em que medida esse padrão de concentração geográfica das notas de *rating* corresponde à distribuição de renda entre os países, comparou-se o Mapa 1 ao Mapa 2. A sobreposição dos dois revela uma correspondência visual expressiva: as regiões classificadas como de alta renda (América do Norte, Europa Ocidental e Setentrional, Austrália e as monarquias do Golfo Pérsico, como Catar, Arábia Saudita e Emirados Árabes Unidos) coincidem quase integralmente com as notas mais altas da escala da S&P (AAA a AA-, em tons de verde-escuro no Mapa 1). O Leste Asiático ilustra essa correspondência de forma particularmente nítida: Japão e Coreia do Sul, classificados como de alta renda, situam-se no topo da escala de *rating*, enquanto a China, classificada como de renda média-alta, ocupa uma faixa intermediária (A), uma gradação que acompanha, degrau a degrau, a própria distribuição de renda entre os três países. Do lado oposto, a África Subsaariana, classificada majoritariamente como de renda baixa e média-baixa no Mapa 2, concentra as notas mais baixas da escala (de B a CCC-, em tons de laranja e vermelho) no Mapa 1.

Essa correspondência, contudo, revela uma segunda camada de exclusão que os números de *rating*, isoladamente, não capturam: uma parcela expressiva dos países de renda baixa e média-baixa no Mapa 2, sobretudo na África Central, no Sahel e no Chifre da África, sequer aparece classificada no Mapa 1, figurando como “N/D” (não disponível). Isso significa que esses países não são apenas mal avaliados pela arquitetura de risco, mas, em grande medida, estão ausentes dela. Essa ausência é, em si, uma forma de poder estrutural na acepção strangeana, não na atribuição de uma nota desfavorável, mas a própria decisão de quais países integram o radar da avaliação de risco soberano e quais permanecem invisíveis a ele, excluídos, por definição, do acesso aos mercados de capitais

que dependem de uma nota para operar. Não é por acaso que essa mancha de invisibilidade no Mapa 1 recai, em grande medida, sobre o mesmo conjunto de países que a literatura crítica reunida na Introdução deste trabalho associa ao chamado Sul Global (Mahler, 2018; Dados; Connell, 2012), uma coincidência geográfica que sugere continuidade, e não ruptura, entre as hierarquias coloniais historicamente constituídas e a arquitetura contemporânea de mensuração do risco soberano.

A correspondência entre os dois mapas, no entanto, não é absoluta, e as exceções são reveladoras por si mesmas. A Ucrânia, classificada como país de renda média-alta pelo Banco Mundial, aparece no Mapa 1 na faixa mais crítica da escala (SD/CCC), *rating* que reflete não seus fundamentos econômicos de longo prazo, mas o *default* seletivo decorrente da guerra iniciada em 2022, um dos episódios que compõem, precisamente, a sequência de choques que este trabalho caracteriza como policrise (seção 4.1). Movimento semelhante, embora de origem distinta, ocorre com a Argentina: apesar de também classificada como renda média-alta, o país permanece cronicamente na faixa especulativa mais severa da escala (B-/CCC), reflexo não de um choque pontual, mas de um histórico recorrente de calotes soberanos que a literatura sobre *rating* (Cantor; Packer, 1996) já identificava como um dos determinantes mais robustos da nota atribuída. Em direção oposta, a Índia, classificada como de renda média-baixa, mantém-se próxima ao patamar de grau de investimento, evidência de que a exclusão descrita nesta seção não é absoluta nem automática, mas estruturalmente mais provável para uns do que para outros.

Convém acrescentar que essa breve cartografia do risco não é neutra. O caso do Eurasia Group e de seu fundador Ian Bremmer, supracitado na teorização sobre risco, ilustra com precisão a dimensão política que permeia a produção do conhecimento sobre risco e que se reproduz, de forma ainda mais institucionalizada, nas ACRs. Bremmer é um dos analistas mais citados, consultados e influentes do campo, e seus relatórios anuais, chamados de Top Risks, são consumidos por tomadores de decisão de governos, bancos e corporações globais. Mas sua produção não é separável de sua posição institucional. A Eurasia Group, com sede de Nova York, tem como clientes prioritários grandes fundos de investimento e empresas multinacionais ocidentais, e constrói sua leitura do risco político a partir de uma perspectiva que tende a classificar como instável o que ameaça os interesses desses clientes. Nacionalização de recursos, movimentos sociais de massa, reformas tributárias redistributivas, são fenômenos que figuram regularmente como “riscos” nos relatórios do grupo (Bremmer; Kupchan, 2025; 2026).

Bremmer, assim como as agências de *rating* investigadas neste trabalho, opera

dentro da estrutura de poder que Strange (1994) identificou como o núcleo da hegemonia americana, não como observador externo, mas como um de seus agentes de legitimação. Nos termos de Giddens (1991), conforme mencionado na seção 3.3, a Eurasia Group opera como um sistema perito adicional dentro da mesma arquitetura de confiança não técnica que sustenta as próprias agências de *rating*, dado que seus relatórios são consumidos por decisores que não verificam, e em geral não têm como verificar, os critérios internos de codificação do risco político, o que reproduz, em um mercado adjacente ao das agências, a mesma dinâmica de autoridade cognitiva não fiscalizada discutida anteriormente.

Loussouarn e Vasse (2025), pesquisadores ligados à Agência Francesa de Desenvolvimento, contribuem para o debate ao publicar um estudo que constrói um Índice de Proximidade que mede, para 187 países, o grau de alinhamento geopolítico, econômico-financeiro e cultural de cada país, especificamente em relação aos Estados Unidos, e não em relação a um bloco genérico de economias desenvolvidas. Os autores constatarem que esse índice, mesmo sem incorporar nenhum indicador macroeconômico presente nas metodologias declaradas pelas próprias agências, explica, sozinho, cerca de 20% da variância dos *ratings* soberanos atribuídos pela S&P, pela Fitch e pela Moody's em 2023 (Loussouarn; Vasse, 2025). A distribuição regional desse índice acompanha, ademais, o mesmo gradiente sugerido pelos Mapas 1 e 2: as economias avançadas somam, em média, 55 pontos de proximidade aos Estados Unidos em uma escala de 0 a 100, contra 34 na África Subsaariana, 32 na Ásia emergente e apenas 27 no Oriente Médio e na Ásia Central (Loussouarn; Vasse, 2025). Os mesmos autores recuperam, ainda, o achado de Yalta e Yalta (2018 *apud* Loussouarn; Vasse, 2025), segundo o qual haveria, entre as Big Three, um viés positivo estatisticamente identificável em relação aos Estados Unidos especificamente, sem que se verifique, com o mesmo grau de robustez, um viés negativo generalizado contra regiões específicas, distinção que corrobora a leitura proposta neste trabalho de um enviesamento centrado na posição estrutural americana, e não meramente em uma oposição genérica entre Norte e Sul Global.

Feitas essas introduções sobre as agências de risco e sobre a lente sob a qual veremos suas atuações, passaremos agora a investigar se essa arquitetura de classificação de crédito, construída com termos econômicos, normas técnicas e métricas quantificáveis, envolve algum direcionamento político que, ao fim e ao cabo, privilegia os EUA como ator hegemônico deste sistema financeiro global. Essa não é uma pergunta simples nem nova, e vem sendo central para alguns trabalhos acadêmicos na área de EPI, principalmente no

debate sobre a objetividade dos *ratings* soberanos, tendo em vista que elementos subjetivos também são levados em conta na sua elaboração, o que abriria espaço para um viés político ou geopolítico em suas análises. Isto posto, assim como Luitel & Vanpée (2016), faremos uma síntese da literatura sobre vieses e orientações do segmento de classificação, onde encontramos um número expressivo de trabalhos afirmando que há um enviesamento das suas análises, favorecendo “seus países de origem e as residências de seus principais acionistas, em detrimento de países estrangeiros” (Ibid, 2016).

Como instituição que surgiu para fornecer informações confiáveis ao mercado, o setor de *rating* certamente demonstra que se guia pela imparcialidade de seus relatórios e pela credibilidade de sua imagem, tendo em vista tratar-se de um segmento competitivo em âmbito global, mesmo considerando a concentração das atividades em poucos agentes (Machado; Arienti, 2019). De acordo com seus materiais oficiais e notas públicas, disponíveis em suas páginas nas redes, as agências reafirmam seu compromisso de fornecer transparência ao mercado por meio de opiniões autônomas sobre a qualidade de crédito, garantindo que seus *ratings* são independentes, íntegros e protegidos de potenciais conflitos de interesse (S&P Global, 2026; Moody's, 2026). No entanto, acadêmicos e políticos mundo afora as acusam de práticas não confiáveis e análises enviesadas, por considerarem mais fatores além dos políticos e econômicos, como proximidade cultural (Fuchs; Gehring, 2013), alinhamento geopolítico (Zheng, 2012), influência de período eleitoral em análises de países emergentes (Block; Vaaler, 2004), e a condição fiscal e monetária dependente de alguns países para defini-los como de alto risco e com juros maiores de empréstimo (Syed; Muchhala, 2025).

Em investigação com nove agências sediadas em seis países, Andreas Fuchs e Kai Gehring (2013) afirmam que, evidentemente, há um enviesamento nas avaliações de crédito soberano, não por razões geopolíticas, mas por razões culturais e econômicas de seus países de origem. Ao investigar as etapas do processo de classificação, os autores argumentam que ele “pode estar sujeito à pressão política, às atividades de lobby de atores privados e aos interesses próprios da equipe da agência” (Fuchs; Gehring, 2013, p.3), qualificando o que chamam de viés doméstico nas avaliações. Assim, Fuchs e Gehring defendem que há uma tendência de que, quanto mais culturalmente próximo o país avaliado está, mais provável é que obtenha uma boa classificação de crédito.

Após a investigação, o estudo trouxe evidências de que, em média, as agências atribuem ao seu próprio país uma nota quase um ponto maior do que a justificada pelos mesmos critérios aplicados a outras nações. Esse favorecimento se daria, portanto, por dois

fatores principais: interesses econômicos, manifestados em notas superiores para países com fortes laços bancários e maior exposição de risco por parte dos bancos da sede da agência, e afinidade cultural, na qual a distância linguística e cultural resulta em avaliações mais baixas. A pesquisa (Fuchs; Gehring, 2013), todavia, não identificou suporte empírico robusto que comprove a influência significativa de alianças geopolíticas nos resultados dos *ratings*, como, por exemplo, agências ocidentais favorecerem *ratings* soberanos de países ocidentais e subestimarem os *ratings* soberanos de países africanos, sul-americanos e asiáticos. Por fim, os autores reafirmaram que este viés não é desprezível, pois determina o acesso ou o bloqueio de um país ao mercado de capitais.

Em outra pesquisa, Liping Zheng (2012) apresenta uma investigação mais focada em examinar as diferenças entre as classificações soberanas da estadunidense Standard & Poor's (S&P) e da chinesa Dagong Global Credit. Tal escolha se deu, pois a agência chinesa passou a se destacar no mercado após reduzir, antes das Big Three, a classificação de crédito dos Estados Unidos de A+ para A, com perspectiva negativa, após o governo federal dos EUA anunciar que o limite da dívida do país seria aumentado, em agosto de 2011. Na ocasião, a instituição tornou-se a primeira agência de classificação de crédito a atribuir, nos EUA, uma classificação publicada abaixo de AAA (Zheng, 2012). Com o episódio, a autora passou a querer compreender quais elementos levaram a tais notas por parte dessas agências, por que elas são diferentes e, principalmente, se são objetivas. Após considerar que os fatores macroeconômicos são fundamentais para a elaboração dos *ratings* soberanos, citando Cantor e Packer (1996), que pavimentaram a análise dos elementos socioeconômicos objetivos que guiam a elaboração de classificações soberanas, trouxe também considerações sobre aspectos qualitativos, consequentemente subjetivos, como o risco político, principalmente em países em desenvolvimento.

Antes de apresentar sua hipótese, Zheng explica que, ao mensurar e publicar o risco de inadimplência de economias nacionais soberanas, os efeitos não se restringem à classificação soberana em si, mas também impactam as classificações privadas do país avaliado e o retorno de seus mercados de ações. Assim, o argumento da autora é que as economias emergentes são as mais impactadas, proporcionalmente, por *ratings* baixos, o que prejudica o desenvolvimento do setor financeiro doméstico, o fluxo de capital internacional e a estabilidade financeira desse grupo de países.

Tais efeitos são analisados por Borensztein, Cowan e Valenzuela (2013), que dão ao fenômeno o nome de “teto soberano”: quando as classificações soberanas são um determinante significativo das classificações corporativas, seguindo uma regra “não

escrita” de não classificar uma empresa acima do soberano. No estudo, são examinados e comparados dados de economias desenvolvidas e emergentes entre 1995 e 2009, que, ao final, indicam que o teto soberano ainda afeta as corporações, constituindo uma influência significativa em países com alto risco político e restrições de acesso ao capital (Borensztein; Cowan; Valenzuela, 2013).

No âmbito das Nações Unidas (ONU), na 4ª Conferência Internacional sobre Financiamento para o Desenvolvimento, em 2025, após dezenas de mesas e painéis, um dos compromissos estabelecidos foi a reforma da arquitetura financeira internacional, estrutura na qual as agências de *rating* exercem grande influência. De acordo com o relato de Syed e Muchhala (2025), o debate protagonizado por governos do Sul Global expôs como essas ACRs moldam, de forma coercitiva, as políticas fiscais e de desenvolvimento de nações desprovidas de soberania monetária efetiva. Ao operarem com metodologias pouco transparentes, as agências moldaram seu protagonismo ao apresentar um mercado global de títulos polarizado, no qual os países em desenvolvimento são permanentemente estigmatizados como emissores de “risco alto”, enquanto as economias desenvolvidas figuram como “portos seguros”.

Essa assimetria se evidencia na volatilidade dos prêmios de risco: durante crises sistêmicas como a da Covid-19, os spreads de países de baixa renda saltaram de 7 a 11 pontos percentuais em decorrência do pânico dos mercados, ao passo que os spreads das nações ricas variaram apenas um ponto-base (Syed; Muchhala, 2025). Ocorre, assim, o que a literatura qualifica como o “círculo vicioso do rebaixamento-austeridade”, um mecanismo pró-cíclico no qual o medo do *downgrade* paralisa a capacidade estatal de adotar medidas anticíclicas, forçando o direcionamento da liquidez periférica rumo aos ativos Triple-A do Norte hegemônico, o que gera desvalorização cambial e demanda políticas de austeridade.

Durante um dos painéis da conferência, Patrick Olonde, da União Africana, e Jason Braganza, então diretor-executivo do Fórum e da Rede Africana sobre Dívida e Desenvolvimento (AFRODAD), criticaram a credibilidade das agências de classificação de risco sob três pontos centrais. Primeiro, apontaram a ausência dessas instituições em campo, o que resulta em avaliações restritas a dados públicos e que ignoram as particularidades institucionais, históricas e sociais locais. Em seguida, denunciaram sua influência política desproporcional, que coage os atores políticos a abandonar seus objetivos soberanos de desenvolvimento para atender a agendas rígidas de austeridade.

Por fim, criticaram a resistência das agências a mudanças, especialmente quanto à

incorporação dos impactos climáticos e à necessidade de alinhamento com a Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável. Um caso emblemático dessa dinâmica ocorreu com a Etiópia, em que tentativas de reestruturação com o objetivo de melhorar a sustentabilidade de suas dívidas foram interpretadas, de forma sumária, pelos mercados como sinais de insolvência, o que levou ao *downgrade*. Paralelamente, a Moody's passou a incluir a vulnerabilidade climática em suas pontuações, levando países vítimas de desastres ambientais, como o Paquistão, a sofrerem rebaixamento de seus *ratings* não por má gestão macroeconômica, mas por sua inevitável exposição geográfica a riscos climáticos.

Tais declarações e posicionamentos críticos a essa governança do risco de crédito expõem uma reação de atores de países do sul global contra a normalização dessa paisagem de risco que as agências de classificação reproduzem em países distantes politicamente, geograficamente e culturalmente daqueles onde as agências são sediadas.

Do ponto de vista construtivista, a própria evolução e expansão da demanda por emissão de *ratings* soberanos fazem parte de uma consequência da evolução e expansão do capital financeiro transnacional, que vem moldando o cenário econômico mundial ao elevar padrões e certificações estadunidenses à escala global. A demanda por *ratings* soberanos não surgiu espontaneamente; vem sendo induzida por pressões do mercado para normalizar as informações disponíveis sobre as economias nacionais, construindo uma forma de ler o mundo a partir do risco.

Neste contexto, Machado e Arienti (2019) contribuem para o debate ao afirmarem que o atual regime financeiro mundial, caracterizado pelo que chamamos de globalização financeira, foi moldado pela expansão da dinâmica de mercado dos EUA para o resto do mundo, o que resultou em estruturas financeiras internacionais marcadas pelo modelo estadunidense. Ao afirmarem que a atual globalização financeira não está enraizada nos anos 70, mas sim nos acordos de Bretton Woods no pós-2ª Guerra Mundial, os autores (2019) explicitam o domínio dos Estados Unidos, que forjou a estrutura sobre a qual todo o sistema financeiro mundial se assenta hoje. Não surpreende, portanto, que a China tenha criado a sua própria agência de classificação de risco, a Dagong Global Credit Rating Agency, pensada justamente para desafiar a supremacia das Big Three estadunidenses no mercado de classificação e, conseqüentemente, a sua forma de interpretar o risco, em geral, e o risco soberano, em específico.

Em um ensaio sobre a iniciativa chinesa, Birau (2011) defende que “a vocação da China como ator importante na economia global e sua aspiração ao status de superpotência são os elementos que mobilizaram a necessidade de tal instituição” (Birau, 2011, p.162).

No entanto, observa que suas avaliações são marcadas por um viés “anti-ocidental” e otimista com resultados de países emergentes ligados aos interesses políticos e econômicos chineses:

O relatório de análise dos 50 países foi publicado em junho de 2010 e refletiu 18 visões mais pessimistas sobre o risco soberano do que as indicadas pelas "Três Grandes" agências de classificação de risco. O relatório chinês rebaixou as classificações dos EUA, Reino Unido, França, Alemanha, Itália, Canadá, Holanda, Bélgica, Espanha, Israel, Emirados Árabes Unidos, Tailândia, México, Romênia, Islândia, Grécia, Filipinas e Equador. No entanto, houve alguns países que, segundo a percepção da Dagong, se beneficiaram de classificações melhores em comparação com as atribuídas pelas agências ocidentais. Essa situação se refletiu nas classificações da China, Arábia Saudita, Rússia, Brasil, Índia, Indonésia, Venezuela, Nigéria e Argentina. O problema associado à avaliação da Dagong, que contradiz cerca de 50% das classificações globais mais conhecidas, é sua profunda orientação geopolítica. Por isso, o relatório de avaliação parece corroborar teorias que acusam o governo de Pequim de perseguir seus próprios interesses, resultando em suspeitas de imprecisão nas classificações, baseadas em dados publicados por uma agência de classificação de risco "cuja propriedade não foi divulgada [...] mas que possui vínculos inegáveis com o governo". Os países que a Dagong rebaixou são declarados aliados dos EUA (Canadá, Reino Unido, Grécia, Filipinas, Romênia, Israel, etc.) ou países que desempenham papéis competitivos importantes em relação aos produtos chineses (França, Alemanha). Ao rebaixar as classificações desses países, a Dagong levantou algumas questões sobre a honestidade de seus processos de avaliação, já que as teorias de grandes déficits orçamentários, nas quais a maioria das decisões se baseou, não são aplicadas uniformemente a todos os países (Birau, 2011, p.163).

Na esteira dessa crítica, Bush (2021) detalha o mecanismo desse enviesamento geopolítico na prática a partir de 2010, quando a Dagong rebaixou sistematicamente países aliados dos Estados Unidos ou concorrentes de produtos chineses, ao mesmo tempo em que elevou as notas de aliados políticos próximos da China e de fornecedores de matérias-primas e energia para sua economia, como a Rússia, sua segunda maior fornecedora de petróleo, e países africanos como Botsuana e Nigéria, com os quais a China vinha estreitando laços econômicos desde o fim da Guerra Fria (Bush, 2021, p. 322-323). A autora observa, ainda, que essa direção das notas acompanhava de perto o próprio fluxo de crédito chinês para o exterior: sendo a maior credora mundial em 2017, a China detinha USD 370 bilhões em dívidas de mais de 100 países emergentes e em desenvolvimento, superando o total combinado de todos os demais governos credores, montante do qual metade sequer era declarado publicamente (BUSH, 2021, p. 324). Segundo a autora, esse padrão sugere que as notas da Dagong não apenas refletiam, mas também direcionavam ativamente capital chinês para os países de interesse estratégico de Pequim.

Igualmente revelador é o próprio fracasso da expansão internacional da Dagong, também documentado por Bush (2021). Em 2010, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) dos Estados Unidos negou à Dagong o status de *Nationally Recognised Statistical Rating Organization*, sob a justificativa de que a agência não conseguiria cumprir as exigências de manutenção de registros e inspeção da legislação estadunidense, uma vez que a legislação chinesa impede que reguladores estrangeiros realizem inspeções em solo chinês (Bush, 2021, p. 320-321). Na União Europeia, a Dagong obteve registro junto à ESMA em 2013, mas cancelou voluntariamente sua operação europeia em 2019, após uma investigação confidencial de dois anos sobre problemas de governança interna e conflitos de interesse (Bush, 2021, p. 321). Esse episódio sugere que o poder estrutural que sustenta as ACRs não opera apenas na produção das notas em si, mas também no controle sobre quem detém legitimidade regulatória para emití-las, tendo em vista que, mesmo respaldada pelo Estado chinês, a Dagong não conseguiu se credenciar nos dois maiores mercados financeiros do mundo ocidental.

Em conjunto, a literatura revisada nesta seção converge para um diagnóstico comum, ainda que alcançado por caminhos metodológicos bastante distintos entre si: da evidência estatística de viés doméstico levantada por Fuchs e Gehring (2013), passando pela comparação direta entre S&P e Dagong empreendida por Zheng (2012) e pelo efeito de teto soberano documentado por Borensztein, Cowan e Valenzuela (2013), até o testemunho político dos representantes do Sul Global na 4ª Conferência Internacional da ONU sobre Financiamento para o Desenvolvimento (2025), e mesmo o enviesamento geopolítico que Birau (2011) e Bush (2021) identificam na própria Dagong, agência que se propôs a romper o monopólio interpretativo das Big Three, o *rating* soberano aparece, de forma recorrente, não como um exercício técnico neutro, mas como um instrumento que reproduz a posição estrutural de quem avalia e de quem é avaliado dentro da hierarquia financeira internacional erguida, como lembram Machado e Arienti (2019), sobre os alicerces do sistema de Bretton Woods.

Nenhum desses estudos, contudo, isola, ao longo do tempo, o caso que, à luz da própria metodologia da S&P revisitada na seção 3.2, deveria ser o mais revelador desse padrão: o dos Estados Unidos, país que ocupa o centro dessa hierarquia financeira, acompanhado ao longo do tempo e posto em comparação direta com um país estruturalmente oposto a ele nesse mesmo sistema. É esse o movimento que a seção seguinte realiza. Se os Mapas 1 e 2 ofereceram uma primeira validação da hipótese, em escala global e em um único corte temporal, e a literatura ora revisada ofereceu uma

segunda validação, de natureza teórica e testemunhal, a seção 4.3 propõe uma terceira camada de evidência: um estudo de caso pareado e longitudinal, que acompanha a trajetória do *rating* soberano de longo prazo em moeda estrangeira atribuído pela S&P aos Estados Unidos e ao Brasil ao longo de quase duas décadas, e a confronta com a evolução da dívida bruta de cada país em relação ao seu PIB no mesmo período.

4.3 EUA e Brasil: Uma Comparação Assimétrica

Para tornar tangível a hipótese de enviesamento discutida até aqui, esta seção recorre a um estudo de caso pareado, comparando a trajetória do *rating* soberano de longo prazo em moeda estrangeira atribuído pela S&P a dois países estruturalmente opostos no sistema financeiro internacional: os Estados Unidos, potência hegemônica e emissora da moeda de reserva global, e o Brasil, economia de renda média e sem esse status monetário. A escolha da S&P como agência de referência, em detrimento das outras duas integrantes das Big Three, justifica-se por dois motivos. Primeiro, como apresentado no Gráfico 1 (seção 4.2), as notas médias regionais atribuídas por Fitch, Moody's e S&P divergem entre si por, no máximo, dois *notches*, com posições relativas praticamente idênticas entre as três agências (Loussouarn; Vasse, 2025), o que permite tratar a S&P como representativa do padrão do setor como um todo, sem que a escolha de uma agência específica em vez de outra introduza um viés metodológico relevante nos resultados apresentados a seguir. Em segundo lugar, a S&P é a maior agência de *rating* em receita e participação de mercado (S&P Global, 2025), o que reforça sua centralidade como objeto de análise para investigar o funcionamento do poder estrutural das ACRs. A escolha metodológica justifica-se por um critério de dessemelhança deliberada, ou *most-different systems design*, tal como proposto por Przeworski e Teune (1970). Em vez de comparar dois países de perfil semelhante, buscamos justamente o contraste estrutural para observar se e como ele se reflete na severidade e na natureza das ações de *rating* de cada um.

Antes de descrever a trajetória de cada país, cabe explicitar de que universo mais amplo esse par é representativo e por que foi selecionado, e não outro. Os Estados Unidos não figuram nesta comparação como um caso qualquer, mas como o caso-limite da posição central no sistema financeiro internacional: um país cuja moeda constitui a principal reserva de valor global, cujos títulos do Tesouro funcionam como o ativo de referência como livre de risco, e cuja posição na hierarquia monetária internacional, na acepção de Strange (1988;

1994), permanece incontestada desde os acordos de Bretton Woods (Machado; Arienti, 2019).

O Brasil, por sua vez, não é mobilizado como amostra estatística do conjunto de economias de renda média avaliadas pela S&P, tampouco como representante de todo o Sul Global, mas como um caso ilustrativo de uma posição estrutural amplamente compartilhada por esse grupo de países: uma economia de renda média, integrada aos mercados financeiros internacionais e capaz de emitir dívida em moeda estrangeira, mas desprovida do status de emissora de moeda de reserva que, como demonstrado no Quadro 1 (seção 3.2.2), pondera estruturalmente a favor dos EUA em ao menos dois dos cinco pilares da metodologia soberana da agência.

A escolha desse par específico, portanto, não obedece a um critério de amostragem probabilística, mas a uma lógica de seleção intencional de casos, na qual cada unidade é escolhida por ocupar um polo relevante da variável de interesse, e não por representar estatisticamente o universo de países avaliados pela S&P. Ao maximizar o contraste estrutural entre os dois casos, como previsto na metodologia comparada, aumenta-se a capacidade de atribuir um eventual padrão convergente de tratamento ao fator teoricamente investigado, o poder estrutural financeiro, e não a alguma semelhança contextual acidental entre os países. Reforça essa escolha o fato de que os dois padrões aqui descritos, os EUA como centro desta hierarquia de *rating* e o Brasil como periferia volátil dessa mesma hierarquia, já haviam sido antecipados, em escala global e em corte transversal, pela sobreposição entre os Mapas 1 e 2 (seção 4.3), que apresentam uma correlação entre distribuição de riscos soberanos e categoria de renda por país. A comparação pareada que se segue, portanto, não pretende generalizar estatisticamente a partir de dois casos, mas iluminar, em profundidade histórica e qualitativa, o mecanismo causal que esses achados agregados já sugeriam.

Se a hipótese central desta pesquisa estiver correta, a comparação entre EUA e Brasil deve revelar não um episódio isolado de tratamento desigual, mas a operação rotineira de uma das quatro estruturas de poder identificadas por Strange (1988), a estrutura financeira, cujos efeitos se tornam mais custosos, e não mais amenos, à medida que o cenário de multiplicação e sobreposição de riscos característico da policrise se aprofunda. Essa intensificação decorre de um mecanismo bem documentado na literatura de finanças internacionais, conhecido como fuga para a qualidade (*flight to quality*), quando, em contextos de incerteza aguda, investidores não apenas reduzem sua exposição ao risco de forma generalizada, mas redirecionam capital de forma seletiva, concentrando-o em ativos

já percebidos como seguros, como os títulos do Tesouro americano, e retirando-o precisamente dos emissores já considerados mais arriscados (Beber; Brandt; Kavajecz, 2009).

O efeito prático desse movimento é o alargamento do spread entre os títulos mais bem avaliados e os demais, exatamente nos momentos de maior estresse sistêmico, o que significa que a mesma nota de *rating* passa a acarretar um custo de acesso ao capital ainda maior quando o cenário de risco se agrava. Para os Estados Unidos, esse mecanismo opera em sentido inverso: por ocuparem o topo da hierarquia de ativos considerados seguros, crises sistêmicas tendem a direcionar capital para dentro do país, e não para fora dele, reforçando, em vez de testar, seu poder estrutural financeiro. É essa assimetria, com o mesmo choque sistêmico beneficiando quem já está no centro da estrutura financeira internacional e penalizando desproporcionalmente quem está na periferia, que a policrise torna mais visível e mais consequente, e que esta pesquisa se propõe a ilustrar no par Estados Unidos-Brasil.

Antes de apresentar os dados, cabem duas definições conceituais que orientam a leitura desta seção. A primeira diz respeito à própria noção de dívida pública: trata-se do estoque acumulado de obrigações financeiras contraídas por um governo, seja pela emissão de títulos no mercado doméstico e internacional, seja por empréstimos junto a outros governos e organismos multilaterais, para financiar despesas que superam a arrecadação corrente. Diferentemente do déficit fiscal, que mede o resultado de um único exercício orçamentário (o quanto o governo gastou a mais do que arrecadou em determinado ano), a dívida pública é uma medida de estoque, que acumula os déficits e superávits de todos os anos anteriores, descontados os pagamentos já realizados. Por essa razão, comparar o volume nominal de dívida entre países de economias tão distintas em tamanho como os Estados Unidos e o Brasil não seria informativo; o indicador relevante, e o que utilizamos ao longo desta seção, é a relação entre a dívida bruta do governo nacional e o Produto Interno Bruto (PIB) do país, medida percentual que relativiza proporcionalmente o endividamento pela capacidade de geração de riqueza da economia, permitindo comparações mais consistentes entre nações de portes distintos.

A segunda definição diz respeito ao termo *notch* (em português, por vezes traduzido como “degrau” ou “nível”), uma unidade utilizada pelas agências de classificação para expressar a distância entre dois pontos consecutivos em suas escalas de *rating*. Um rebaixamento “de um *notch*” significa que a nota caiu exatamente um degrau na escala (por exemplo, de BBB- para BB+), enquanto rebaixamentos de múltiplos *notches* indicam

quedas mais abruptas, que atravessam vários degraus de uma só vez. O conceito é central para esta seção porque, como se verá adiante, cortes de magnitude nominal idêntica podem produzir consequências práticas radicalmente distintas, a depender de qual fronteira da escala esses *notchs* atravessam.

4.3.1 Uma Breve Trajetória do *Rating* Soberano dos Estados Unidos

Historicamente, os Estados Unidos mantiveram a nota máxima da escala (AAA) junto à S&P desde que a agência passou a atribuir *ratings* soberanos. Essa condição foi rompida em agosto de 2011, quando a S&P promoveu o primeiro rebaixamento da história do crédito soberano estadunidense, levando a nota de AAA para AA+, com a justificativa oficial de que a “controvérsia prolongada sobre o teto da dívida e o debate correlato de política fiscal” indicavam que era improvável que o Congresso norte-americano conseguisse conter o crescimento dos gastos federais (S&P Global *Ratings*, 2025). A Fitch seguiu o mesmo caminho doze anos depois, em agosto de 2023, cortando a nota também de AAA para AA+ e atribuindo a decisão à “erosão da governança” ao longo das duas décadas anteriores, evidenciada pelos sucessivos impasses no teto da dívida. Por fim, em maio de 2025, a Moody's tornou-se a última das três grandes agências a abandonar a nota máxima, rebaixando os EUA de Aaa para Aa1, a primeira vez em 108 anos, desde 1917, que a agência retirava a nota perfeita do país, citando o crescimento da dívida pública e dos custos de financiamento a níveis “significativamente superiores aos de soberanos com classificação similar” (Moody's *Ratings*, 2025).

O que chama atenção nessa trajetória, contudo, não é a ocorrência dos rebaixamentos em si, mas sua magnitude limitada: mesmo após as três agências terem retirado dos EUA a nota máxima, o país nunca deixou o grau de investimento e permanece hoje a apenas um ou dois degraus do topo da escala (AA+ pela S&P e pela Fitch, Aa1 pela Moody's), patamar mantido de forma estável desde 2011 pela S&P. Isso ocorre em um contexto no qual a dívida bruta do governo federal estadunidense em relação ao PIB salta de patamares próximos a 95%–100% em 2011 para aproximadamente 124% em 2024 (Trading Economics, 2026; Fred, 2026), um aumento expressivo de mais de vinte pontos percentuais que, isoladamente, não provocou nenhum rebaixamento adicional por parte da S&P desde então.

É significativo notar que o rebaixamento mais recente dos Estados Unidos, promovido pela Moody's em maio de 2025, ocorre exatamente no interior do cenário de

policrise já caracterizado até aqui. Um momento em que, segundo Helleiner (2025), a própria administração Trump chegou a transformar o pagamento de juros sobre os títulos do Tesouro em um instrumento de barganha política, o que deteriorou a confiança em um dos pilares mais estáveis do sistema financeiro internacional. Ainda assim, mesmo diante desse quadro de erosão institucional doméstica, a Moody's preservou os Estados Unidos a apenas um degrau do topo da escala, argumentando que a separação constitucional de poderes entre os três poderes de governo sustenta a efetividade das políticas ao longo do tempo e torna o país “relativamente insensível a eventos de curto prazo” (Moody's *Ratings*, 2025 *apud* Cnn Business, 2025, tradução nossa). O caso confirma, em dado empírico concreto, a leitura já desenvolvida no Capítulo 2 (seção 2.2), segundo a qual a hegemonia estrutural estadunidense não depende da ausência de crise, mas de sua capacidade de continuar sendo lida, inclusive pelas próprias autoridades do mercado financeiro, como uma potência estruturalmente estável mesmo em meio à turbulência.

4.3.2 Uma Breve Trajetória do *Rating* Soberano do Brasil

O Brasil percorreu, no mesmo período, uma trajetória qualitativamente distinta. O país obteve o grau de investimento pela primeira vez em 2008, quando a S&P elevou sua nota para BBB-, um evento amplamente interpretado como reconhecimento da estabilidade macroeconômica consolidada ao longo da década anterior (Reuters, 2023). O *rating* brasileiro chegou a subir para BBB por volta de 2011, no auge do ciclo de commodities, mas iniciou a reversão já em março de 2014, quando a S&P rebaixou o país de volta a BBB-. Em julho de 2015, a agência revisou a perspectiva de estável para negativa, sinalizando risco de perda do grau de investimento; menos de dois meses depois, em setembro de 2015, esse risco se concretizou: a S&P cortou o Brasil para BB+, primeira nota fora do grau de investimento, justificando a decisão pela "deterioração adicional do perfil de crédito", associada à “dinâmica política fluida no Congresso” ligada aos desdobramentos das investigações de corrupção na Petrobras e à “menor convicção” do próprio gabinete presidencial quanto à política fiscal (Rezende, 2015).

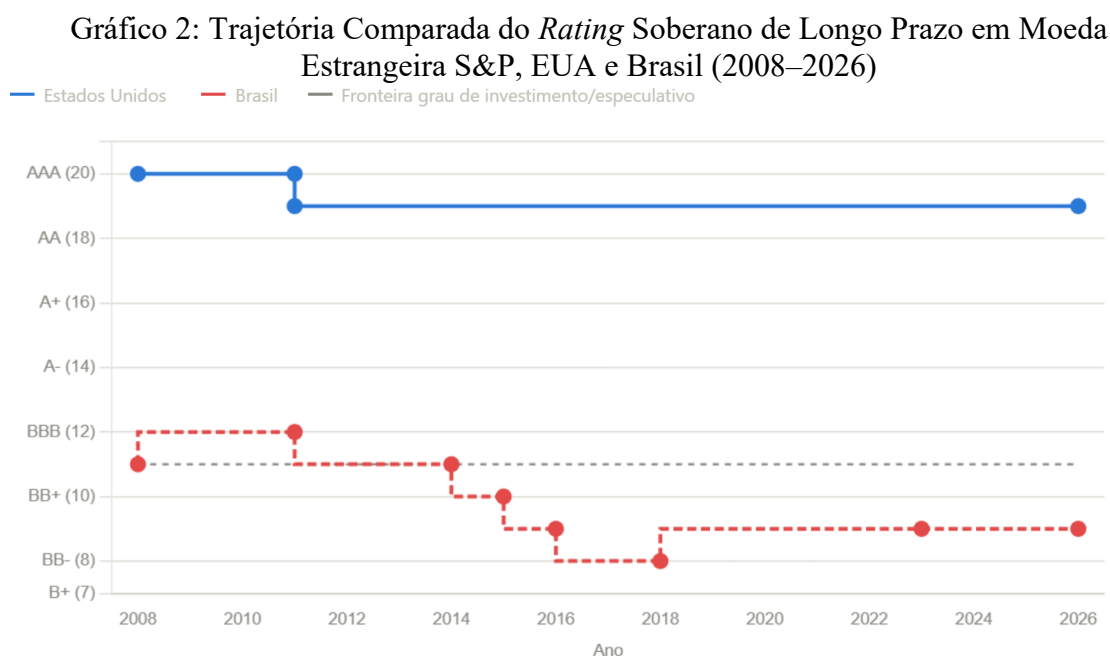
A Fitch seguiu o mesmo movimento em dezembro de 2015, atribuindo o corte à combinação de uma recessão pior do que a esperada e de um cenário de instabilidade política gerado pelo processo de impeachment então em curso contra a presidenta Dilma Rousseff (Business Standard, 2015). Em fevereiro de 2016, a S&P aprofundou o rebaixamento, levando o Brasil à categoria BB. O país permaneceria em grau especulativo

nos anos seguintes, tendo sido reconduzido a BB apenas em dezembro de 2023, quando a S&P promoveu uma elevação a partir de BB-, citando a aprovação da reforma tributária como reforço ao “histórico pragmático” recente do país (Reuters, 2023), posição que permanece afirmada até o momento mais recente consultado nesta pesquisa (S&P Global Ratings, 2026).

Essa trajetória, ao contrário da estadunidense, ocorreu em um contexto de dívida bruta proporcionalmente muito mais baixa: no momento do rebaixamento de setembro de 2015, a dívida bruta do governo geral brasileiro em relação ao PIB estava na faixa de 62% a 66% (Trading Economics, 2026), menos da metade do patamar que os Estados Unidos já ostentavam quando sofreram seu próprio primeiro corte, em 2011, sem que isso tenha impedido o Brasil de perder integralmente o grau de investimento.

4.3.3 Quadro-síntese comparativo

O Gráfico 2, a seguir, sintetiza visualmente as duas trajetórias descritas acima, com as notas convertidas para uma escala numérica padronizada (AAA = 20 a D = 0), conforme a convenção amplamente adotada na literatura sobre *rating* soberano desde Cantor e Packer (1996), a fim de viabilizar comparações quantitativas entre classificações de natureza ordinal.



Fonte: elaborado pelo autor com base em S&P Global Ratings (2011; 2015; 2023; 2026),

A leitura do Gráfico 2 evidencia um contraste que os números isolados, apresentados nas seções anteriores, apenas sugerem parcialmente. A linha dos Estados

Unidos descreve um único degrau ao longo de quase duas décadas, parte da nota máxima (AAA) em 2008, sofre um corte pontual em agosto de 2011 e, a partir daí, permanece absolutamente estável no patamar imediatamente inferior (AA+) até o final da série, em 2026, sem jamais se aproximar da linha de corte entre grau de investimento e grau especulativo. A linha do Brasil, em contraste, descreve uma trajetória bem mais acidentada: sobe entre 2008 e 2011, no auge do ciclo de commodities, inicia um declínio constante a partir de 2014, atravessa a fronteira do grau de investimento em setembro de 2015, continua caindo até fevereiro de 2016, e permanece oscilando na faixa especulativa até ser seguida de recuperação parcial em dezembro de 2023, sem jamais retornar ao patamar de 2011. Visualmente, o gráfico sintetiza o argumento central desta seção, segundo o qual os EUA operam em um regime de estabilidade quase absoluta em relação à fronteira decisiva da escala, enquanto o Brasil opera em um regime de instabilidade permanente em torno dela, uma diferença de tratamento que, como será discutido a seguir, não se reflete diretamente nos indicadores de endividamento de cada país. A leitura conjunta do gráfico e dos dados de endividamento revela, então, a assimetria central que esta pesquisa busca demonstrar, sintetizada no quadro abaixo:

Quadro 2: Comparação entre os rebaixamentos soberanos de EUA (2011) e Brasil (2015)

Indicador	EUA (Ago. 2011)	Brasil (Set. 2015)
Dívida bruta/PIB no momento do corte	95%–100%	~62%–66%
<i>Rating</i> antes do corte	AAA	BBB-
<i>Rating</i> depois do corte	AA+ (permanece grau de investimento)	BB+ (sai do grau de investimento)
Magnitude nominal do corte	1 <i>notch</i>	1 <i>notch</i> , mas atravessa a fronteira grau de investimento/especulativo
Status da moeda emitida	Moeda de reserva global	Sem esse status
Justificativa oficial predominante	Impasse congressional pontual sobre teto da dívida	"Dinâmica política fluida", instabilidade institucional

Fonte: elaborado pelo autor com base em S&P Global Ratings (2011; 2015; 2026)

Em termos absolutos de disciplina fiscal, portanto, o Brasil chegava ao seu momento de rebaixamento em situação proporcionalmente mais sólida do que os Estados Unidos chegaram ao deles, e, ainda assim, recebeu a punição categoricamente mais severa. A perda do próprio grau de investimento, com todas as consequências práticas que isso acarreta em termos de custo de captação e de universo de investidores institucionais habilitados a deter seus títulos.

Antes de avançar para a análise crítica dos dados apresentados, é oportuno recuperar um achado já introduzido na seção 3.2.2 desta dissertação, que ganha relevância adicional à luz da comparação entre os EUA e o Brasil: o impacto de mercado de uma ação de *rating* não é simétrico entre rebaixamentos e elevações. Conforme já discutido, o estudo de Gande e Parsley (2007) demonstrou que, enquanto os *downgrades* provocam reações imediatas e estatisticamente significativas nos preços de ações, nos *spreads* de títulos públicos e nos fluxos de capital, os *upgrades* frequentemente não produzem efeito de magnitude.

Essa assimetria, portanto, significa que o custo de um rebaixamento, para o país rebaixado, tende a ser proporcionalmente maior do que o benefício equivalente de uma elevação futura de mesma magnitude. Aplicado ao caso comparativo aqui desenvolvido, isso sugere que os efeitos práticos da perda do grau de investimento pelo Brasil em 2015, no acesso a capital internacional, no custo de rolagem da dívida e na composição da base de investidores institucionais habilitados a deter seus títulos, tendem a superar, em magnitude, os eventuais benefícios que o país viria a colher com sua recuperação parcial para BB em 2023. Em outras palavras: a arquitetura de risco não apenas trata os países de forma assimétrica ao atribuir as notas, como já demonstrado na seção 4.3.4, mas também pune de forma desproporcionalmente mais severas aqueles que descem na escala do que recompensa os que sobem. Tal mecanismo, ao longo do tempo, tende a aprofundar, e não apenas registrar, as desigualdades de acesso ao capital internacional entre países de renda alta e países de renda média e baixa.

Essa assimetria não precisa ser interpretada como resultado de um ato deliberado de má-fé por parte dos analistas responsáveis pelas notas, hipótese que, aliás, esta pesquisa evita sustentar, alinhada à leitura strangeana de que o enviesamento é estrutural, e não conspiratório e individual (Strange, 1994). Ela pode ser compreendida, de forma mais consistente com o restante do argumento desenvolvido nesta dissertação, como um efeito da própria arquitetura metodológica que a S&P utiliza para calcular suas notas. Ao

revisitarmos o Quadro 1 (seção 3.2.2), que sintetiza os cinco pilares da metodologia soberana da agência, dois deles se destacam neste ponto: a Avaliação Externa, que pondera a “liquidez externa” e o “status e peso da moeda local nas transações internacionais”, e a Avaliação Monetária, que pondera a “credibilidade da política monetária” e o “regime cambial adotado”. Ambos os pilares beneficiam, estruturalmente e automaticamente, um país cuja moeda constitui a principal reserva de valor do sistema financeiro internacional, benefício que nenhuma disciplina fiscal, por maior que seja, permite a um país como o Brasil replicar, simplesmente porque esse país não emite a moeda na qual a maior parte do comércio e das reservas internacionais é denominada.

Em outras palavras: o enviesamento identificado nesta pesquisa não precisa operar por meio de um julgamento subjetivo e arbitrário do analista sobre “quanto” de instabilidade política atribuir a cada país. Neste caso, ele já está parcialmente pré-codificado na própria arquitetura da metodologia, construída em torno de categorias analíticas (liquidez externa em moeda forte, autonomia plena de política monetária) que apenas um número reduzido de economias (ricas, industrializadas, desenvolvidas ou do Norte global), por definição estrutural, pode satisfazer integralmente. Essa é, precisamente, a manifestação empírica do poder estrutural na dimensão financeira identificada por Strange (1988; 1994): não a imposição direta de vontade sobre o Brasil, mas a naturalização de um padrão de mensuração de risco que já nasce favorável a quem ocupa o centro do sistema monetário internacional.

Essa constatação permite, também, unir, como antecipado na seção 2.2 e desenvolvido na seção 3.3, os dois marcos conceituais mobilizados ao longo desta dissertação para compreender a autoridade das agências de *rating*: o poder estrutural, na formulação de Strange (1988; 1994), e os sistemas peritos, na formulação de Giddens (1991). Se os sistemas peritos derivam sua legitimidade da confiança leiga na competência técnica de seus operadores, e se essa legitimidade se reproduz a cada nota publicada, então a S&P não apenas exerce poder estrutural na dimensão financeira strangeana, ao determinar quem tem acesso a capital internacional e em que condições, mas o faz também na dimensão do saber, a quarta estrutura identificada por Strange (1988), na medida em que monopoliza a autoridade para produzir e certificar o conhecimento legítimo sobre o que conta como risco soberano.

A comparação entre EUA e Brasil, portanto, não evidencia apenas uma assimetria financeira, mas também a operação conjunta de duas estruturas de poder estrutural, a financeira e a do saber, que se reforçam mutuamente. Assim, o mesmo ator que define os

critérios técnicos de avaliação (poder do saber) é aquele cuja avaliação determina o acesso ao crédito internacional (poder financeiro), e ambos os critérios, como demonstrado no Quadro 1 da seção 3.2.2, favorecem estruturalmente o país emissor da moeda de reserva do sistema.

Essa leitura encontra eco em vozes críticas contemporâneas ao próprio rebaixamento brasileiro de 2015. Felipe Rezende, pesquisador do Levy Economics Institute, qualificou a decisão da S&P como incoerente à luz de um dado frequentemente ausente do noticiário financeiro: o Brasil, à época, era credor líquido externo em moeda estrangeira, ou seja, detinha mais ativos em moeda estrangeira do que devia nessa mesma moeda (Rezende, 2015), condição que, sob uma leitura estritamente técnica de capacidade de pagamento externo, deveria pesar a favor, e não contra, a manutenção do grau de investimento do país.

4.3.4 Limites da Comparação

É necessário reconhecer, com honestidade metodológica, os limites do desenho comparativo aqui empregado. Tratando-se de um estudo de caso com apenas dois países, os resultados não permitem inferência estatística generalizável para o conjunto das economias de renda média e baixa avaliadas pela S&P, ainda que o padrão de concentração de notas altas em países de renda alta, já demonstrado pelo Mapa 1 (seção 4.2), sugira que a assimetria aqui identificada no par EUA-Brasil não é um caso isolado.

Além disso, outros fatores não controlados nesta análise, como o tamanho relativo de cada economia, a profundidade e a liquidez de seus respectivos mercados de capitais domésticos, e o comprimento do histórico de crédito soberano de cada país junto aos investidores internacionais, também podem explicar parte da diferença de tratamento observada, e não deveriam ser descartados *a priori*. Um desenho de pesquisa com N maior, comparando estatisticamente múltiplos pares de países de perfil de renda distinto ao longo de um período equivalente, constitui uma agenda natural de continuidade para os achados aqui apresentados, e pode ser retomada como sugestão de pesquisa futura.

Vale notar que parte dessa agenda de pesquisa futura já conta com respaldo empírico em um estudo de maior escala. Yamanari (2016), em dissertação que testa um modelo econométrico com 200 soberanos e 14.631 observações entre 2000 e 2014, identifica que uma variável indicando “país industrializado” (conforme critério do FMI) permanece estatisticamente significativa mesmo após o controle por indicadores

institucionais, econômicos, fiscais e externos, com países industrializados recebendo, em média, uma nota 1,07 grau superior na Fitch e 0,83 grau superior na S&P em relação aos demais países, a igualdade de fundamentos (Yamanari, 2016, p. 118). A autora observa, ainda, que esse resultado contraria a conclusão de Packer e Amstad (2015), atualização do estudo seminal de Cantor e Packer (1996), segundo a qual não haveria diferenciação sistemática entre os *ratings* atribuídos a países emergentes e aos demais. Esse achado é particularmente relevante para esta dissertação porque isola, estatisticamente e em uma amostra ampla, precisamente o tipo de prêmio estrutural que a comparação qualitativa entre EUA e Brasil, apresentada nas seções 4.4.2 a 4.4.5, buscou evidenciar de forma mais detalhada em um único par de casos.

Cabe destacar que a própria Yamanari (2016), ao aplicar seu modelo especificamente aos dados brasileiros de 2014, obtém uma nota prevista compatível com a efetivamente atribuída ao país pelas agências, dentro da margem de discricionariedade qualitativa reservada aos comitês de avaliação (Yamanari, 2016, p. 120). Isso sugere que o enviesamento aqui investigado não deve ser lido como uma punição individualizada e desproporcional ao Brasil especificamente, mas como um piso estrutural de que os países desenvolvidos, entre eles os Estados Unidos, se beneficiam de forma sistemática e generalizável, independentemente de seus fundamentos específicos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta dissertação partiu do conceito strangeano de poder estrutural como chave de leitura para investigar uma pergunta central: em que medida a arquitetura de avaliação de risco soberano operada pelas ACRs, reproduz assimetrias de poder entre países de renda alta e países de renda média e baixa no contexto da atual policrise? Ao deslocar o debate sobre o poder como imposição direta de vontade, no sentido weberiano, para a perspectiva de Strange, que o interpreta como capacidade de moldar as estruturas dentro das quais Estados, empresas e indivíduos são compelidos a operar, esse conceito permitiu tratar as ACRs não como árbitros técnicos neutros, mas como atores híbridos inseridos na reprodução da hegemonia estadunidense. A hipótese que orientou esta investigação argumentava que esse enviesamento não decorreria de manipulação deliberada e individualizada por parte dos analistas, mas sim da posição estrutural da própria agência como agente de legitimação dessa hegemonia. Ao chegar ao fim desta investigação, é possível afirmar que essa hipótese encontra sustentação teórica consistente e é ilustrada, de forma concreta, pelo movimento empírico desenvolvido ao longo do trabalho, sem que se possa, contudo, tratá-la como demonstração exaustiva ou estatisticamente generalizável, como se reconhecerá adiante.

O caminho até aqui começou pela reconstrução teórica do próprio objeto. Foi preciso, antes de mais nada, entender como as ACRs se consolidaram como atores híbridos, técnicos e políticos, dentro da governança global do risco, pergunta à qual o Capítulo 2 respondeu deslocando a concepção de poder da hegemonia americana, da imposição direta de vontade para a capacidade, mais sutil e mais duradoura, de definir quais atores têm autoridade para interpretar e certificar as regras do sistema financeiro internacional. É essa capacidade de certificação, e não a coerção, que qualifica as ACRs como atores híbridos, privadas na forma, mas estruturalmente públicas nos efeitos que produzem sobre o acesso de Estados soberanos ao capital internacional.

O Capítulo 3, por sua vez, reconstruiu esse objeto em camadas sucessivas: problematizou o próprio conceito de risco como uma categoria não neutra, percorreu a trajetória histórica e o modo de operação das agências de classificação e, ao final, articulou essa reconstrução a dois marcos conceituais que se tornariam centrais para o restante do trabalho. O primeiro, o de autoridade privada, explica por que atores não estatais, como as agências de classificação, podem exercer funções regulatórias de fato, sem deter qualquer mandato público formal para tanto. O segundo, o de sistemas peritos, cunhado por Giddens,

explica o mecanismo mais cotidiano que sustenta essa autoridade: a confiança leiga que o mercado deposita na competência técnica das agências, uma confiança que, por definição, dispensa fiscalização constante e, assim, torna estruturalmente difíceis de escrutinar os eventuais enviesamentos de sua metodologia.

Munida desse arcabouço, a investigação pôde, enfim, voltar-se ao enquadramento que dá título a esta dissertação. A policrise, discutida na seção 4.1, não é apenas pano de fundo temporal, argumenta-se ali que a multiplicação e a sobreposição de riscos, características do período atual, não neutralizam a arquitetura enviesada de avaliação, mas tendem a intensificá-la, ampliando o poder das ACRs sobre o acesso ao capital internacional exatamente nos momentos em que os países de renda média e baixa mais dependem desse acesso.

As seções 4.2 e 4.3, na sequência, reuniram evidências de naturezas distintas para sustentar esse argumento. Uma cartografia do risco sugeriu que as notas mais altas atribuídas pela agência S&P concentram-se majoritariamente em países de renda alta. A revisão de literatura reunida na mesma seção indicou, por sua vez, que esse padrão não parece ser uma peculiaridade exclusiva das ACRs estadunidenses: mesmo a Dagong, agência chinesa concebida para romper o monopólio interpretativo das agências ocidentais, reproduziu, em sentido inverso, um tipo semelhante de viés geopolítico (Bush, 2021), o que sugere que o enviesamento talvez decorra menos de uma nacionalidade específica do que da própria lógica de proximidade estrutural entre avaliador e avaliado, hipótese que este trabalho não teve a pretensão de testar exaustivamente, mas que os indícios reunidos tornam plausível.

Foi, no entanto, o recorte ilustrativo construído na seção 4.3 que permitiu observar esse mecanismo em sua manifestação mais concreta, ao comparar as trajetórias de *rating* soberano atribuídas pela S&P aos Estados Unidos e ao Brasil. Não se tratou de um levantamento exaustivo, tampouco de uma amostra estatisticamente representativa, mas de dois estudos de caso deliberadamente selecionados por ocuparem posições estruturalmente opostas no sistema financeiro internacional, o que permitiu observar, com maior nitidez, se e como esse contraste estrutural se reflete no tratamento que a agência lhes dá. Entre 2011 e 2025, os Estados Unidos perderam a nota máxima da S&P sem que isso jamais os retirasse do grau de investimento, mesmo com a dívida bruta do governo federal saltando de patamares próximos de 100% para 124% do PIB. O Brasil, no mesmo período, perdeu integralmente o grau de investimento em 2015, com uma dívida bruta proporcional a menos da metade da americana no momento do corte, e demorou oito anos para recuperar parte do

terreno perdido. Esse par ilustra, com dados concretos, que o custo de um mesmo tipo de deterioração fiscal não parece ser distribuído de forma equivalente entre os dois países, um indício consistente com a hipótese de que essa distribuição desigual está, ao menos parcialmente, relacionada à própria arquitetura metodológica das ACRs, neste caso da S&P, cujos pilares de Avaliação Externa e Avaliação Monetária beneficiam estruturalmente o país emissor da moeda de reserva do sistema internacional, o dólar, independentemente de sua disciplina fiscal.

É precisamente nesse ponto que reside, a nosso ver, a maior contribuição desta dissertação, não tanto na prova estatística de um viés generalizável, que um desenho de caso único não permite oferecer, mas na articulação teórica entre os marcos conceituais mobilizados ao longo do trabalho. O poder estrutural de Strange e os sistemas peritos de Giddens, lidos em conjunto, permitem compreender as ACRs não apenas como reprodutora de poder estrutural na dimensão financeira, ao influenciar, na prática, quem tem acesso ao capital internacional e em que condições, mas também na dimensão do conhecimento, na medida em que monopoliza a autoridade para produzir e certificar o conhecimento legítimo sobre o que conta como risco soberano, autoridade que se sustenta, precisamente, na confiança leiga que a qualifica como sistema perito. O padrão observado no par EUA-Brasil, nesse sentido, é melhor compreendido não como uma prova isolada, mas como uma ilustração concreta de como essas duas estruturas de poder podem operar de forma conjunta e mutuamente reforçada sobre o crédito e sobre o próprio significado do risco nas finanças internacionais.

Esta pesquisa reconhece, todavia, os limites de um recorte ilustrativo baseado em apenas dois casos ($N=2$). Os resultados aqui apresentados não permitem inferência estatística generalizável, e outros fatores não controlados, como o tamanho relativo das economias e a profundidade de seus mercados de capitais, podem explicar parte da diferença de tratamento observada. Ainda assim, a convergência entre essa ilustração qualitativa, as cartografias do risco soberano e os achados de estudos de maior escala, como os de Yamanari (2016) e de Loussouarn e Vasse (2025), sugere que o padrão aqui identificado no par EUA-Brasil não é necessariamente um caso isolado, mas pode ser consistente com um piso estrutural mais amplo do qual os países de renda alta tendem a se beneficiar.

Fica, ainda, uma agenda de pesquisa futura: a ampliação do desenho comparativo para outros pares de países de perfil de renda distinto, a fim de testar estatisticamente a generalização do padrão aqui identificado; a extensão da análise às outras ACRs, de modo

a verificar se a convergência entre agências documentada por Loussouarn e Vasse (2025) se sustenta também no nível dos mecanismos causais, e não apenas no nível dos resultados agregados; e a investigação de como as demais estruturas secundárias identificadas por Strange (1988), como transporte, energia e bem-estar, poderiam mediar ou amplificar o enviesamento aqui documentado em setores correlatos ao *rating* soberano.

Se, como pergunta o título desta dissertação, quem define o risco define também a sua arquitetura global, a resposta que esta pesquisa oferece, com a cautela devida a um recorte ilustrativo e não exaustivo, é direta: são os Estados Unidos. Não porque imponham essa definição por decreto ou por coerção visível, mas porque ocupam, desde a derrocada do regime de Bretton Woods, a posição estrutural a partir da qual seus interesses se impõem, seja por emitirem a moeda de troca internacional, por possuírem ativos mais seguros ou por sediar as três maiores e mais influentes agências de classificação de risco. Do ponto de vista strangeano, ao converter forças privadas e de mercado nos vetores de funcionamento do sistema financeiro global, o poder estrutural dos EUA consolidou as regras de jogo, tornando-o difícil de substituir ou contestar diretamente.

Nesse sentido, os achados desta dissertação reforçam a urgência de um debate já em curso, ainda que incipiente, sobre a reforma da governança financeira internacional. Propostas como a criação de uma agência de *rating* pública e multilateral, defendida pela UNCTAD já em 2020 (UNCTAD, 2020) e hoje perseguida mais concretamente pela União Africana por meio da futura *African Credit Rating Agency* (African Peer Review Mechanism, 2025), avançam precisamente na direção sugerida pelos achados desta pesquisa, de que a concentração da autoridade epistêmica sobre o risco soberano em um pequeno número de atores privados, sediados em um único país, não é uma condição técnica inescapável, mas uma escolha institucional passível de revisão.

Medidas mais modestas, como a exigência de maior transparência nos ajustes qualitativos aplicados pelos comitês de *rating* ou o fortalecimento de instrumentos de garantia por parte de instituições financeiras de desenvolvimento, que permitem a países de renda média e baixa sinalizar solidez fiscal a investidores de forma relativamente independente das notas soberanas atribuídas por ACRs, apontam caminhos adicionais, ainda que parciais, para mitigar a assimetria aqui documentada. Nenhuma dessas medidas, isoladamente, desmonta a dimensão de poder estrutural identificado ao longo deste trabalho, mas, na medida em que ampliam a capacidade dos países de renda média e baixa de contestar, verificar ou substituir os critérios pelos quais seu risco é definido, elas apontam para uma direção normativa clara: o fortalecimento da autonomia desses países

depende, em alguma medida, de romper o monopólio interpretativo que hoje sustenta a arquitetura enviesada do risco global.

REFERÊNCIAS

- ABDUL-HAL, George. Risco Político e negócios: modelos para avaliação e gerenciamento. In: MARQUES, Moisés; ROCHA, Flávio (org.). **Introdução ao Risco Político**: conceitos, análises e problemas. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.
- ACIOLY, Luciana. **Tendências dos fluxos globais de investimento direto externo**. Brasília: Ipea, 2006. (Texto para Discussão, n. 1192). Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1192.pdf. Acesso em: 16 jul. 2025.
- AFRICAN PEER REVIEW MECHANISM. **An Africa Credit Rating Agency (AfCRA): Key Shaping the New Global Financial Architecture**. Adis Abeba: African Union, 2025. Disponível em: https://au.int/sites/default/files/documents/44466-doc-Brief_-_Africa_Credit_Rating_Agency_AfCRA.pdf. Acesso em: 23 jul. 2026.
- ALENCAR, Fernando Barcellos de Andrade; NUNES, Lucas Silva Ferreira. Susan Strange: poder estrutural e hierarquia monetária, uma breve discussão. **Revista de Geopolítica**, v. 9, n. 1, p. 125-142, jan./jun. 2018.
- ANDRADE FILHO, José Roberto. **Empresa e poder nas relações internacionais**: uma abordagem a partir das idéias de Susan Strange. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2002.
- ARRIGHI, Giovanni. **O longo século XX**: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo. Rio de Janeiro: Contraponto, 1996.
- BATTISTELLA, Dario. **Teorias das relações internacionais**. São Paulo: Editora Senac São Paulo, 2014.
- BAYLON, Caroline; ROBELE, Sophia. **Polycrisis and Long-term Thinking**: Reimagining Development in Asia and the Pacific. New York: UNDP, 2022. (UNDP RBAP Foresight Brief). Disponível em: <https://www.undp.org/asia-pacific/publications/polycrisis-and-long-term-thinking>. Acesso em: 3 jul. 2025.
- BBVA RESEARCH. **Brazil**: Investment Grade at Risk. Latin America Economic Watch, 11 set. 2015. Disponível em: <https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2015/09/Brazil-Investment-Grade-Risk-vff.pdf>. Acesso em: 13 jul. 2026.
- BEBER, Alessandro; BRANDT, Michael W.; KAVAJECZ, Kenneth A. Flight-to-Quality or Flight-to-Liquidity? Evidence from the Euro-Area Bond Market. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 3, p. 925-957, 2009.
- BECK, Ulrich. **Sociedade de risco**: rumo a uma outra modernidade. São Paulo: Editora 34, 2010.
- BHATIA, Ashok Vir. **Sovereign Credit Ratings Methodology**: An Evaluation. [Washington, DC]: International Monetary Fund, 2002. (IMF Working Paper, n. 02/170).

Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02170.pdf>. Acesso em: 13 maio 2026.

BIRAU, Cristian Radu; STOIA, Alexandru Cosmin. A New Paradigm For The Rating Market - A Geopolitical Perspective On Rating. **Annals of Faculty of Economics**, Oradea, v. 1, n. 1, p. 162-166, July 2011.

BLOCK, Steven A.; VAALER, Paul M. The price of democracy: sovereign risk ratings, bond spreads and political business cycles in developing countries. **Journal of International Money and Finance**, v. 23, n. 6, p. 917-946, 2004. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2004.03.014>. Acesso em: 29 abr. 2026.

BORENSZTEIN, Eduardo; COWAN, Kevin; VALENZUELA, Patricio. Sovereign ceilings “lite”? The impact of sovereign ratings on corporate ratings. **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 11, p. 4014-4024, nov. 2013. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.006>. Acesso em: 29 abr. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 9, de 27 de outubro de 2020**. Dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2020. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol009.html>. Acesso em: 20 abr. 2026.

BRAUDEL, Fernand. História e Ciências Sociais: a longa duração. **Revista de História**, São Paulo, v. 30, n. 62, p. 261–294, 1965. DOI: 10.11606/issn.2316-9141.rh.1965.123422. Disponível em: <https://revistas.usp.br/revhistoria/article/view/123422>. Acesso em: 2 set. 2026.

BREMMER, Ian; KEAT, Preston. **The Fat Tail: The Power of Political Knowledge For Strategic Investing**. Oxford: Oxford University Press, 2009.

BREMMER, Ian; KUPCHAN, Cliff. **Top Risks 2025**. Nova York: Eurasia Group, 6 jan. 2025. Disponível em: <https://www.eurasiagroup.net/issues/top-risks-2025>. Acesso em: 15 jun. 2026.

BREMMER, Ian; KUPCHAN, Cliff. **Top Risks 2026**. Nova York: Eurasia Group, 5 jan. 2026. Disponível em: <https://www.eurasiagroup.net/issues/top-risks-2026>. Acesso em: 15 jun. 2026.

BROSIG, Malte. From neologism to promising research agenda? The global polycrisis and IR. **International Relations**, p. 1-21, 2025. Disponível em: <https://doi.org/10.1177/00471178251333294>. Acesso em: 30 jun. 2025.

BROSIG, Malte. How do crises spread? The polycrisis and crisis transmission. **Global Sustainability**, v. 8, n. e11, p. 1-7, 2025. Disponível em: <https://doi.org/10.1017/sus.2025.14>. Acesso em: 2 jun. 2025.

BUSH, Chunping. The Rise and Fall of Dagong Global Credit Rating Agency: A Geopolitical Challenge for the Rating Industry. **Journal of Financial Regulation**, v. 7, n.

2, p. 319-324, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/jfr/fjab007>. Acesso em: 16 jul. 2026.

BUSINESS STANDARD. **Brazil sovereign debt rating cut to BB+ junk level: Fitch**. 16 dez. 2015. Disponível em: https://www.business-standard.com/amp/article/pti-stories/brazil-sovereign-debt-rating-cut-to-bb-junk-level-fitch-115121601234_1.html. Acesso em: 13 jul. 2026.

CANTOR, Mathew. What is this era of calamity we're in? Some say 'polycrisis' captures it. **The Guardian**, Londres, 28 jan. 2023. Disponível em: <https://www.theguardian.com/us-news/2023/jan/28/polycrisis-davos-adam-tooze-historian>. Acesso em: 7 jul. 2025.

CANTOR, Richard; PACKER, Frank. The Credit Rating Industry. **Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review**, New York, v. 19, n. 2, p. 1-26, Summer-Fall 1994. Disponível em: https://www.newyorkfed.org/research/quarterly_review/1994v19/v19n2article1.html. Acesso em: 21 abr. 2026.

CANTOR, Richard Martin; PACKER, Frank. Determinants and impact of sovereign credit ratings. **Economic Policy Review**, New York, v. 2, n. 2, out. 1996. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1028774>. Acesso em: 21 abr. 2026.

CASTRO, Lavínia Barros de. Regulação financeira: discutindo os Acordos da Basiléia. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 28, p. 277-304, dez. 2007.

CME GROUP. **What History Reveals About U.S. Debt Downgrades**. OpenMarkets, 2025. Disponível em: <https://www.cmegroup.com/openmarkets/equity-index/2025/What-History-Reveals-About-US-Debt-Downgrades.html>. Acesso em: 13 jul. 2026.

CNBC. **Moody's downgrades United States credit rating, citing growth in government debt**. 16 maio 2025. Disponível em: <https://www.cnbc.com/2025/05/16/moodys-downgrades-united-states-credit-rating-on-increase-in-government-debt.html>. Acesso em: 13 jul. 2026.

CNN BUSINESS. **The United States just lost its last perfect credit rating**. 16 maio 2025. Disponível em: <https://www.cnn.com/2025/05/16/business/moody-us-credit>. Acesso em: 13 jul. 2026.

COHEN, Benjamin J. (org.). **International Political Economy**. London: Routledge, 2005.

COLLINS DICTIONARY. **Um ano de 'permacrise'**. Collins Dictionary Language Blog, 10 nov. 2023. Disponível em: <https://www.collinsdictionary.com/blogs/language-learners-blog/um-ano-de-permacrise>. Acesso em: 24 jun. 2024.

COMMITTEE OF EUROPEAN BANKING SUPERVISORS (CEBS). **Consultation paper on the draft revised guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions (CP37)**. Londres: CEBS, 2010. Disponível em: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/documents/10180/16094/455ed061-c750-404b-8d45-0331da12ea95/CP37.pdf>. Acesso em: 21 jul. 2026.

COSTA, Luiz Paulo da Silva; FIGUEIRA, Ariane Cristine Roder. Risco político e internacionalização de empresas: uma revisão bibliográfica. **Cadernos EBAPE.BR**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 1, art. 4, 2017.

COSTA, Wanderley Messias da. **Geografia política e geopolítica**: discursos sobre o território e o poder. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2012.

DADOS, Nour; CONNELL, Raewyn. The Global South. **Contexts**, v. 11, n. 1, p. 12-13, 2012.

DEMARCHI, Célia. A vantagem de ser país emergente: novos destinos do capital produtivo internacional favorecem o Brasil. **Revista Problemas Brasileiros**, n. 396, nov. 2008. Disponível em: [suspicious link removed]. Acesso em: 7 set. 2022.

EURASIA GROUP et al. **Top Risks 2022**. 2022. Disponível em: https://www.eurasiagroup.net/files/upload/EurasiaGroup_TopRisks2022.pdf. Acesso em: 17 jul. 2022.

FANTOM, Neil; SERAJUDDIN, Umar. **The World Bank's Classification of Countries by Income**. Washington, DC: World Bank, 2016. (Policy Research Working Paper, n. 7528). Disponível em: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/408581467988942234/pdf/WPS7528.pdf>. Acesso em: 21 jul. 2026.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS (FRED). **Gross Federal Debt as Percent of Gross Domestic Product [GFDGDPA188S]**. Disponível em: <https://fred.stlouisfed.org/series/GFDGDPA188S>. Acesso em: 13 jul. 2026.

FEDERAL RESERVE HISTORY. **Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010**. 2010. Disponível em: <https://www.federalreservehistory.org/essays/dodd-frank-wall-street-reform-and-consumer-protection-act>. Acesso em: 20 abr. 2026.

FERGUSON, Niall. O caso contra a "policrise". **Bloomberg**, 25 jul. 2021. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-07-25/niall-ferguson-covid-fires-floods-protests-are-pattern-not-coincidence>. Acesso em: 1 out. 2025.

FIORI, José Luís. Sobre o poder global. **Novos Estudos CEBRAP**, n. 73, p. 61-72, nov. 2005.

FORTUNE. **Fortune Global 500**: the largest companies in the world by revenue. 2023. Disponível em: <https://fortune.com/ranking/global500/>. Acesso em: 8 abr. 2026.

FÓRUM ECONÔMICO MUNDIAL. **The Global Risks Report 2023**. Genebra: Fórum Econômico Mundial, 2023. Disponível em: https://www3.weforum.org/docs/WEF_Global_Risks_Report_2023.pdf. Acesso em: 30 jun. 2025.

FUCHS, Andreas; GEHRING, Kai. The Home Bias in Sovereign Ratings. *In*: AMERICAN POLITICAL SCIENCE ASSOCIATION ANNUAL MEETING, 2013,

Chicago. **Anais** [...]. Rochester, NY: SSRN, 2013. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2299708>. Acesso em: 24 abr. 2026.

GANDE, Amar; PARSLEY, David. Sovereign Credit Ratings, Transparency and International Portfolio Flows. **SSRN Electronic Journal**, 2014. DOI: 10.2139/ssrn.2445765. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2445765>. Acesso em: 13 maio 2026.

GIDDENS, Anthony. **As consequências da modernidade**. São Paulo: Editora Unesp, 1991.

GILPIN, Robert. **Global Political Economy**: Understanding the International Economic Order. Princeton: Princeton University Press, 2001.

GILPIN, Robert. **The Political Economy of International Relations**. Princeton: Princeton University Press, 1987.

GODIN, Romaric. **Bem-vindo ao mundo da policrise**. Tradução de Eleutério F. S. Prado. A Terra é Redonda, 5 nov. 2022. Disponível em: <https://aterraeredonda.com.br/bem-vindo-ao-mundo-da-policrise/>. Acesso em: 7 jul. 2025.

GUEDES, Ana Lucia. Internacionalização de empresas como política de desenvolvimento: uma abordagem de diplomacia triangular. **Revista de Administração Pública**, v. 40, n. 3, p. 335-356, 2006.

HAGE, José Alexandre Altahyde. Ucrânia e Rússia: uma guerra também por recursos energéticos. **Nexo Jornal**, São Paulo, 4 jun. 2022. Ensaio. Disponível em: <https://www.nexojornal.com.br/ensaio/2022/Ucr%C3%A2nia-e-R%C3%BAssia-uma-guerra-tamb%C3%A9m-por-recursos-energ%C3%A9ticos>. Acesso em: 10 jan. 2023.

HELLEINER, Eric. International finance and the global polycrisis. **Finance and Space**, v. 2, n. 1, p. 221-236, 2025. DOI: 10.1080/2833115X.2025.2514272.

HOOD, John; NAWAZ, M. Shahid. Political Risk Exposure and Management in Multinational Companies: Is There a Role for the Corporate Risk Manager?. **Risk Management**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2004.

INVESTOPEDIA. **The Fall of Barings Bank**. 2024. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/b/baringsbank.asp>. Acesso em: 15 abr. 2026.

JUNCKER, Jean-Claude. **Speech by President Jean-Claude Juncker at the Annual General Meeting of the Hellenic Federation of Enterprises**. 21 jun. 2016. Discurso. Disponível em: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_16_2293. Acesso em: 11 dez. 2023.

JUNCKER, Jean-Claude. **Speech at the Opening Plenary Session at the Ideas Lab 2018 "Europe - Back on Track" of the Centre for European Policy Studies**. Bruxelas, 1 mar. 2018. Discurso. Disponível em:

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/SPEECH_18_1532. Acesso em: 7 jul. 2025.

KEOHANE, Robert O. **After Hegemony**: Cooperation and Discord in the World Political Economy. Princeton: Princeton University Press, 1984.

KEOHANE, Robert O.; NYE, Joseph S. **Power and Interdependence**: World Politics in Transition. Boston: Little, Brown, 1977.

KOBRIN, Stephen J. Political Risk: A Review and Reconsideration. **Journal of International Business Studies**, v. 10, n. 1, p. 67-80, Spring/Summer 1979. Disponível em: [suspicious link removed]. Acesso em: 15 jul. 2025.

LAWRENCE, Michael; JANZWOOD, Scott; HOMER-DIXON, Thomas. **What Is a Global Polycrisis?**: And how is it different from a systemic risk?. Versão 2.0. Victoria, BC: Cascade Institute, 2022. (Discussion Paper, 2022-4). Disponível em: <https://cascadeinstitute.org/technical-paper/what-is-a-global-polycrisis/>. Acesso em: 10 ago. 2025.

LAWRENCE, Michael; HOMER-DIXON, Thomas; JANZWOOD, Scott; ROCKSTRÖM, Johan; RENN, Ortwin; DONGES, Jonathan F. Global Polycrisis: The Causal Mechanisms of Crisis Entanglement. **Global Sustainability**, v. 7, p. e6, 2024. DOI: <https://doi.org/10.1017/sus.2024.1>.

LIMA, Maria Regina Soares de; ALBUQUERQUE, Marianna. **Reordenamento global, crise do multilateralismo e implicações para o Brasil**. Centro Brasileiro de Relações Internacionais (CEBRI), Policy Note, p. 4-12, 2020. Disponível em: <https://www.cebri.org/portal/publicacoes/cebri-artigos/reordenamento-global-crise-do-multilateralismo-e-implicacoes-para-o-brasil>.

LOUSSOUARN, Thomas; VASSE, Thibault. Sovereign Credit Ratings in Developing Countries: Regional Biases and Subjectivity Factors. In: **Sovereign Credit Ratings in Developing Countries**. Paris: Éditions AFD, 2025. p. 1-36. Disponível em: <https://shs.cairn.info/sovereign-credit-ratings-in-developing-countries--4203910702348-page-1?lang=en>. Acesso em: 16 jul. 2026.

LUITEL, Prabesh; VANPÉE, Rosanne; DE MOOR, Lieven. Pernicious effects: How the credit rating agencies disadvantage emerging markets. **Research in International Business and Finance**, v. 38, p. 286-298, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.04.011>. Acesso em: 24 abr. 2026.

LUKES, Steven. **Power**: A Radical View. Londres: Macmillan Press, 1974.

MACHADO, Pedro Lange Netto; ARIENTI, Patrícia Fonseca Ferreira. A resiliência das agências de rating no sistema financeiro internacional: uma análise teórica. **Carta Internacional**, Belo Horizonte, v. 14, n. 2, p. 106-129, maio/ago. 2019.

MACHADO, Theófilo; BELLATO, Caíque. A crise da democracia liberal no início do século XXI: duas abordagens da teoria política. **Revista Agenda Política**, v. 9, n. 1, p. 253-279, 2022. DOI: 10.31990/agenda.2021.1.9. Disponível em:

<https://www.agendapolitica.ufscar.br/index.php/agendapolitica/article/view/592>. Acesso em: 30 abr. 2025.

MAHLER, Anne Garland. What/Where is the Global South? **Oxford Bibliographies in Literary and Critical Theory**, ed. Eugene O'Brien, 2017.

MAHLER, Anne Garland. **From the Tricontinental to the Global South: Race, Radicalism, and Transnational Solidarity**. Durham: Duke University Press, 2018.

MARQUES, Moisés. Rumo a uma matriz preliminar para análise e mensuração do risco político. In: MARQUES, Moisés; ROCHA, Flávio (org.). **Introdução ao Risco Político: conceitos, análises e problemas**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

MCKELLAR, Robert. **A Short Guide to Political Risk**. 1. ed. Londres: Routledge, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.4324/9781315263632>. Acesso em: 5 set. 2022.

MEARSHEIMER, John J. The Rise and Fall of the Liberal International Order. **International Security**, v. 43, n. 4, p. 7-50, 2018.

MENDONÇA, Filipe Almeida do Prado; ROCHA, Mateus de Paula Narciso. Resiliência hegemônica e declínio produtivo: o poder estrutural dos Estados Unidos perante a ascensão da China. **Oikos: Revista de Economia Política Internacional**, Rio de Janeiro, v. 22, n. 1, 2023. Disponível em: <https://revistas.ufrj.br/index.php/oikos/article/view/58930>. Acesso em: 6 abr. 2026.

MEYER, Bernardo. Geopolítica e estratégias de internacionalização: caso de uma multinacional brasileira de engenharia. **REBRAE. Revista Brasileira de Estratégia**, Curitiba, v. 7, n. 1, p. 4-17, jan./mar. 2014.

MIGUEL, Luis Felipe. O jornalismo no novo ambiente comunicacional: uma reavaliação da noção do “jornalismo como sistema perito”. **Tempo Social**, São Paulo, v. 34, n. 2, p. 195-216, 2022. DOI: 10.11606/0103-2070.ts.2022.195368. Disponível em: <https://revistas.usp.br/ts/article/view/195368>. Acesso em: 15 abr. 2026.

MOODY'S. **Centro de Confiança Moody's: Segurança, Privacidade e Conformidade**. 2026. Disponível em: <https://www.moody's.com/about/trust-center>. Acesso em: 27 abr. 2026.

MORGENTHAU, Hans J. **A política entre as nações: a luta pelo poder e pela paz**. Brasília: Editora Universidade de Brasília / Instituto de Pesquisa de Relações Internacionais; São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2003.

MORIN, Edgar; KERN, Anne Brigitte. **Homeland Earth: A Manifesto for the New Millennium**. Cresskill: Hampton Press, 1999.

MULTILATERAL INVESTMENT GUARANTEE AGENCY (MIGA). **World Investment and Political Risk 2011**. Washington, DC: The World Bank, 2011. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/16388>. Acesso em: 7 jan. 2025.

OLIVEIRA, Tatiana; PAQUIN, Stéphane. **Theories of international political economy**. Ontario: Oxford University Press, 2016. [Resenha de: **Mural Internacional**, Rio de Janeiro, v. 8, n. 2, p. 282-285, 2018].

PALAZZI, Rafael Baptista. **O papel das agências de rating: evidências da crise asiática**. 2011. 109 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2011.

PEDROSO, Maria Thereza Macedo. O conceito de 'poder' - comparando a proposta clássica de Steven Lukes e seu uso na ciência política com a sociologia de Pierre Bourdieu. **Colóquio – Revista do Desenvolvimento Regional**, Taquara, v. 11, n. 1, p. 81-104, jan./jun. 2014. Disponível em: <https://seer.faccat.br/index.php/coloquio/article/view/99>. Acesso em: 8 abr. 2026.

PEREIRA, Alexsandro Eugenio. A crise da ordem internacional e os problemas das democracias liberais. **Carta Internacional**, v. 19, n. 3, p. e1501, 2025. DOI: 10.21530/ci.v19n3.2024.1501. Disponível em: <https://cartainternacional.abri.org.br/Carta/article/view/1501>. Acesso em: 30 abr. 2025.

PEREIRA, Matheus de Oliveira. Economia Política Internacional. In: FORNER, Clarissa; GALLO, Rodrigo (org.). **Introdução às Relações Internacionais**. 1. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos Editora, 2025. v. 1, p. 193-214.

REES, Gwyther; GROMADA, Anna; BYRNE, Jasmina. **Prospects for Children in the Polycrisis: A 2023 Global Outlook**. Florença: UNICEF Office of Research – Innocenti, 2023. Disponível em: <https://www.unicef-irc.org/publications/1446-prospects-for-children-in-the-polycrisis-a-2023-global-outlook.html>. Acesso em: 3 jul. 2025.

REUTERS. **S&P upgrades Brazil to 'BB' following major tax reform**. Investing.com, 19 dez. 2023. Disponível em: <https://investing.com/news/stock-market-news/sp-upgrades-brazil-to-bb-following-tax-reforms-3260133>. Acesso em: 9 jul. 2026.

REZENDE, Felipe. **Credit Rating Agencies and Brazil: Why the S&P's Rating of Brazil's Sovereign Debt Is Nonsense**. Levy Economics Institute of Bard College, Multiplier Effect Blog, 13 set. 2015. Disponível em: <https://www.levyinstitute.org/blog/credit-rating-agencies-and-brazil-why-the-sps-rating-of-brazils-sovereign-debt-is-nonsense/>. Acesso em: 7 jul. 2026.

RICHARDSON, Ruth. Critical Responses to Global Systemic Risk in an Era of Polycrisis. **International Journal of Disaster Risk Science**, 2025. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s13753-025-00637-2>. Acesso em: 30 jun. 2025.

ROCHA, Flávio. A análise do risco político - conceitos e problemas. In: MARQUES, Moisés; ROCHA, Flávio (org.). **Introdução ao Risco Político: conceitos, análises e problemas**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

RUSSETT, Bruce. The Mysterious Case of Vanishing Hegemony; or, Is Mark Twain Really Dead?. **International Organization**, v. 39, n. 2, p. 207-231, 1985. Disponível em: [suspicious link removed]. Acesso em: 30 mar. 2026.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies.** Washington, DC: SEC, 8 jul. 2008. Disponível em: <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>. Acesso em: 14 jun. 2026.

SERHAN, Yasmeen. Why 'Polycrisis' Was the Buzzword of Day 1 in Davos. **TIME**, Nova Iorque, 17 jan. 2023. Disponível em: <https://time.com/6247799/polycrisis-in-davos-wef-2023/>. Acesso em: 7 jul. 2025.

SIAL, Farwa. **Whose Polycrisis?** Developing Economics, 27 jan. 2023. Disponível em: <https://developingeconomics.org/2023/01/27/whose-polycrisis/>. Acesso em: 1 nov. 2025.

SIMON, Jeffrey D. Political Risk Forecasting. **Futures**, v. 17, n. 2, p. 132-148, 1985. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/232328916_Political_risk_forecasting. Acesso em: 14 jul. 2022.

SOTTILOTTA, Cecilia Emma. **Political Risk: Concepts, Definitions, Challenges.** Working Paper Series, LUISS Guido Carli School of Government, SOG-WP6/2013, 2013. Disponível em: http://eprints.luiss.it/1206/1/SOG-WP6-2013_Sottillotta.pdf. Acesso em: 15 jul. 2022.

S&P GLOBAL. **Annual Report 2024.** New York: S&P Global Inc., 2025. Disponível em: <https://www.spglobal.com/en/annual-reports/2024>. Acesso em: 16 jul. 2026.

S&P GLOBAL. **Entendendo os ratings de crédito.** 2026. Disponível em: <https://www.spglobal.com/ratings/pt-br/about/understanding-ratings>. Acesso em: 27 abr. 2026.

S&P GLOBAL RATINGS. **Brazil 'BB/B' Ratings Affirmed; Outlook Remains Stable.** 2026. Disponível em: <https://www.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3586746>. Acesso em: 9 jul. 2026.

S&P GLOBAL RATINGS. **Brazil Long-Term Ratings Upgraded To 'BB' From 'BB-'.** 2023. Disponível em: <https://www.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3104158>. Acesso em: 9 jul. 2026.

S&P GLOBAL RATINGS. **Metodologia de ratings soberanos.** New York: S&P Global Ratings, 18 dez. 2017. Disponível em: <https://www.spglobal.com/ratings/pt/regulatory/article/-/view/type/PDF/id/3389986>. Acesso em: 22 abr. 2026.

S&P GLOBAL RATINGS. **Sovereign Ratings List: Sector Governments (Americas, EMEA, APAC).** New York: S&P Global, 12 mar. 2026. Disponível em: <https://www.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/sovereign-ratings-list-s101674535>. Acesso em: 21 mai. 2026.

STRANGE, Susan. International Economics and International Relations: A Case of Mutual Neglect. **International Affairs**, v. 46, n. 2, p. 304-315, abr. 1970.

STRANGE, Susan. Transnational Relations and 'Who Runs World Shipping?'. **International Affairs**, London, v. 52, n. 3, p. 346-360, July 1976.

STRANGE, Susan. The Persistent Myth of Lost Hegemony. **International Organization**, v. 41, n. 4, p. 551-574, 1987.

STRANGE, Susan. **The Retreat of the State: The Diffusion of Power in the World Economy**. Cambridge: Cambridge University Press, 1996.

STRANGE, Susan. **States and markets**. London: Bloomsbury, 2015.

STREECK, Wolfgang. As crises do capitalismo democrático. **Novos Estudos CEBRAP**, n. 92, p. 35-56, mar. 2012.

SUBRAMANIAN, Samanth. The Case Against 'Polycrisis'. **Quartz**, 5 nov. 2022. Disponível em: <https://qz.com/emails/quartz-weekend-brief/1849742026/the-case-against-polycrisis>. Acesso em: 1 out. 2025.

SYED, Maria; MUCHHALA, Bhumika. **Credit Rating Agencies: Dysfunction and reform emerge as an FfD4 priority**. TWN Info Service on Finance and Development, 31 jul. 2025. Disponível em: <https://www.twn.my/title2/finance/2025/fi250704.htm>. Acesso em: 18 maio 2026.

TAVARES, Maria da Conceição. **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes, 1998.

TOOZE, Adam. Welcome to the World of the Polycrisis. **Financial Times**, Londres, 28 out. 2022. Disponível em: <https://www.ft.com/content/498398e7-11b1-494b-9cd3-6d669dc3de33>. Acesso em: 30 jun. 2025.

TRADING ECONOMICS. **Brazil Gross Debt to GDP**. 2026. Disponível em: <https://tradingeconomics.com/brazil/gross-debt-to-gdp>. Acesso em: 13 jul. 2026.

TRADING ECONOMICS. **United States Government Debt to GDP**. 2026. Disponível em: <https://tradingeconomics.com/united-states/government-debt-to-gdp>. Acesso em: 13 jul. 2026.

UNCTAD. **Trade and Development Report 2020: From Global Pandemic to Prosperity for All — Avoiding Another Lost Decade**. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development, 2020. Disponível em: <https://unctad.org/publication/trade-and-development-report-2020>. Acesso em: 23 jul. 2026.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations**: as required by Section 6 of the Credit Rating Agency Reform Act of 2006. Washington, DC: SEC, dez. 2015. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/2015-annual-report-nrsros.pdf>. Acesso em: 13 jul. 2026.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). Office of Credit Ratings (OCR). **Staff Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations**. Washington, DC: SEC, jun. 2026. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/2025-ocr-staff-report-compliant-4-24-26.pdf>. Acesso em: 10 jul. 2026.

U.S. TREASURY FISCAL DATA. **Understanding the National Debt**. 2026. Disponível em: <https://fiscaldata.treasury.gov/americas-finance-guide/national-debt/>. Acesso em: 13 jul. 2026.

VIOLA, Eduardo; LEIS, Héctor Ricardo. Unipolaridade, governabilidade global e intervenção unilateral anglo-americana no Iraque. **Revista Brasileira de Política Internacional**, v. 47, n. 2, p. 29-58, 2004. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0034-73292004000200002>. Acesso em: 8 set. 2025.

WALTZ, Kenneth N. Globalization and Governance. **PS: Political Science & Politics**, v. 32, n. 4, p. 693-700, 1999.

WALTZ, Kenneth N. **Teoria das Relações Internacionais**. Lisboa: Gradiva, 2002.
WHITE, Lawrence J. Markets: The Credit Rating Agencies. **Journal of Economic Perspectives**, v. 24, n. 2, p. 211-226, 2010.

WORLD BANK. **The World by Income and Region**. World Development Indicators, 2026a. Disponível em: <https://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/the-world-by-income-and-region.html>. Acesso em: 14 jul. 2026.

WORLD BANK. **World Bank Country and Lending Groups**. World Bank Data Help Desk, 2026b. Disponível em: <https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519-world-bank-country-and-lending-groups>. Acesso em: 13 jul. 2026.

WORLD INTELLECTUAL PROPERTY ORGANIZATION (WIPO). **World Intellectual Property Indicators 2025**. Geneva: WIPO, 2025. Disponível em: <https://www.wipo.int/publications/en/details.jsp?id=4713>. Acesso em: 22 jun. 2026.

YAMANARI, Cristina Yue. **Agências de classificação de risco de crédito: uma análise da qualidade do rating soberano e de seus determinantes**. 2016. 175 f. Dissertação (Mestrado em Políticas Públicas e Desenvolvimento) – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Brasília, 2016.

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

YWATA, Ricardo K. Agências de classificação de risco: falácias e fatos. In: MARQUES, Moisés; ROCHA, Flávio (org.). **Introdução ao Risco Político: conceitos, análises e problemas**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

ZHENG, Liping. Are Sovereign Credit Ratings Objective? A Tale of Two Agencies. **Journal of Applied Finance & Banking**, v. 2, n. 5, p. 43-61, 2012. Disponível em: https://www.scienpress.com/journal_focus.asp?main_id=56&Sub_id=IV&Issue=421. Acesso em: 27 abr. 2026.

ZURICH INSURANCE GROUP. **The good news hidden inside today's 'polycrisis'**. Zurich, 20 set. 2023. Disponível em: <https://www.zurich.com/en/media/magazine/2023/the-good-news-hidden-inside-todays-polycrisis>. Acesso em: 7 jul. 2025.

APÊNDICE - CLASSIFICAÇÃO DE PAÍSES E TERRITÓRIOS POR NÍVEL DE RENDA — BANCO MUNDIAL (ANO FISCAL 2026)⁴

País/Economia	Categoria de Renda (original)	Categoria (PT-BR)
Afghanistan	Low income	Renda baixa
Albania	Upper-middle income	Renda média-alta
Algeria	Upper-middle income	Renda média-alta
American Samoa	High income	Renda alta
Andorra	High income	Renda alta
Angola	Lower-middle income	Renda média-baixa
Antigua and Barbuda	High income	Renda alta
Argentina	Upper-middle income	Renda média-alta
Armenia	Upper-middle income	Renda média-alta
Aruba	High income	Renda alta
Australia	High income	Renda alta
Austria	High income	Renda alta
Azerbaijan	Upper-middle income	Renda média-alta
Bahamas, The	High income	Renda alta
Bahrain	High income	Renda alta
Bangladesh	Lower-middle income	Renda média-baixa
Barbados	High income	Renda alta
Belarus	Upper-middle income	Renda média-alta
Belgium	High income	Renda alta
Belize	Upper-middle income	Renda média-alta
Benin	Lower-middle income	Renda média-baixa
Bermuda	High income	Renda alta
Bhutan	Lower-middle income	Renda média-baixa
Bolivia	Lower-middle income	Renda média-baixa
Bosnia and Herzegovina	Upper-middle income	Renda média-alta
Botswana	Upper-middle income	Renda média-alta
Brazil	Upper-middle income	Renda média-alta
British Virgin Islands	High income	Renda alta
Brunei Darussalam	High income	Renda alta
Bulgaria	High income	Renda alta
Burkina Faso	Low income	Renda baixa
Burundi	Low income	Renda baixa
Cabo Verde	Upper-middle income	Renda média-alta
Cambodia	Lower-middle income	Renda média-baixa
Cameroon	Lower-middle income	Renda média-baixa
Canada	High income	Renda alta
Cayman Islands	High income	Renda alta
Central African Republic	Low income	Renda baixa
Chad	Low income	Renda baixa
Channel Islands	High income	Renda alta
Chile	High income	Renda alta
China	Upper-middle income	Renda média-alta
Colombia	Upper-middle income	Renda média-alta
Comoros	Lower-middle income	Renda média-baixa
Congo, Dem. Rep.	Low income	Renda baixa
Congo, Rep.	Lower-middle income	Renda média-baixa

⁴ Fonte: elaborado pela autora/autor com base em World Bank. World Bank Country and Lending Groups. World Bank Data Help Desk, 2026. Disponível em: <https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519-world-bank-country-and-lending-groups>. Acesso em: 13 jul. 2026.

Nota: classificação baseada na Renda Nacional Bruta (RNB) per capita de 2024, calculada pelo método Atlas. Limiares (US\$): Renda baixa (até 1.135); Renda média-baixa (1.136–4.495); Renda média-alta (4.496–13.935); Renda alta (acima de 13.935). Venezuela sem classificação desde 2021; Etiópia temporariamente não classificada em FY2026, por indisponibilidade de dados.

País/Economia	Categoria de Renda (original)	Categoria (PT-BR)
Costa Rica	High income	Renda alta
Côte d'Ivoire	Lower-middle income	Renda média-baixa
Croatia	High income	Renda alta
Cuba	Upper-middle income	Renda média-alta
Curaçao	High income	Renda alta
Cyprus	High income	Renda alta
Czechia	High income	Renda alta
Denmark	High income	Renda alta
Djibouti	Lower-middle income	Renda média-baixa
Dominica	Upper-middle income	Renda média-alta
Dominican Republic	Upper-middle income	Renda média-alta
Ecuador	Upper-middle income	Renda média-alta
Egypt, Arab Rep.	Lower-middle income	Renda média-baixa
El Salvador	Upper-middle income	Renda média-alta
Equatorial Guinea	Upper-middle income	Renda média-alta
Eritrea	Low income	Renda baixa
Estonia	High income	Renda alta
Eswatini	Lower-middle income	Renda média-baixa
Ethiopia	Unclassified (data unavailable)	Não classificado
Faroe Islands	High income	Renda alta
Fiji	Upper-middle income	Renda média-alta
Finland	High income	Renda alta
France	High income	Renda alta
French Polynesia	High income	Renda alta
Gabon	Upper-middle income	Renda média-alta
Gambia, The	Low income	Renda baixa
Georgia	Upper-middle income	Renda média-alta
Germany	High income	Renda alta
Ghana	Lower-middle income	Renda média-baixa
Gibraltar	High income	Renda alta
Greece	High income	Renda alta
Greenland	High income	Renda alta
Grenada	Upper-middle income	Renda média-alta
Guam	High income	Renda alta
Guatemala	Upper-middle income	Renda média-alta
Guinea	Lower-middle income	Renda média-baixa
Guinea-Bissau	Low income	Renda baixa
Guyana	High income	Renda alta
Haiti	Lower-middle income	Renda média-baixa
Honduras	Lower-middle income	Renda média-baixa
Hong Kong SAR, China	High income	Renda alta
Hungary	High income	Renda alta
Iceland	High income	Renda alta
India	Lower-middle income	Renda média-baixa
Indonesia	Upper-middle income	Renda média-alta
Iran, Islamic Rep.	Upper-middle income	Renda média-alta
Iraq	Upper-middle income	Renda média-alta
Ireland	High income	Renda alta
Isle of Man	High income	Renda alta
Israel	High income	Renda alta
Italy	High income	Renda alta
Jamaica	Upper-middle income	Renda média-alta
Japan	High income	Renda alta
Jordan	Lower-middle income	Renda média-baixa
Kazakhstan	Upper-middle income	Renda média-alta
Kenya	Lower-middle income	Renda média-baixa
Kiribati	Lower-middle income	Renda média-baixa
Korea, Dem. People's Rep.	Low income	Renda baixa
Korea, Rep.	High income	Renda alta
Kosovo	Upper-middle income	Renda média-alta
Kuwait	High income	Renda alta
Kyrgyz Republic	Lower-middle income	Renda média-baixa

País/Economia	Categoria de Renda (original)	Categoria (PT-BR)
Lao PDR	Lower-middle income	Renda média-baixa
Latvia	High income	Renda alta
Lebanon	Lower-middle income	Renda média-baixa
Lesotho	Lower-middle income	Renda média-baixa
Liberia	Low income	Renda baixa
Libya	Upper-middle income	Renda média-alta
Liechtenstein	High income	Renda alta
Lithuania	High income	Renda alta
Luxembourg	High income	Renda alta
Macao SAR, China	High income	Renda alta
Madagascar	Low income	Renda baixa
Malawi	Low income	Renda baixa
Malaysia	Upper-middle income	Renda média-alta
Maldives	Upper-middle income	Renda média-alta
Mali	Low income	Renda baixa
Malta	High income	Renda alta
Marshall Islands	Upper-middle income	Renda média-alta
Mauritania	Lower-middle income	Renda média-baixa
Mauritius	Upper-middle income	Renda média-alta
Mexico	Upper-middle income	Renda média-alta
Micronesia, Fed. Sts.	Lower-middle income	Renda média-baixa
Moldova	Upper-middle income	Renda média-alta
Monaco	High income	Renda alta
Mongolia	Upper-middle income	Renda média-alta
Montenegro	Upper-middle income	Renda média-alta
Morocco	Lower-middle income	Renda média-baixa
Mozambique	Low income	Renda baixa
Myanmar	Lower-middle income	Renda média-baixa
Namibia	Lower-middle income	Renda média-baixa
Nauru	High income	Renda alta
Nepal	Lower-middle income	Renda média-baixa
Netherlands	High income	Renda alta
New Caledonia	High income	Renda alta
New Zealand	High income	Renda alta
Nicaragua	Lower-middle income	Renda média-baixa
Niger	Low income	Renda baixa
Nigeria	Lower-middle income	Renda média-baixa
North Macedonia	Upper-middle income	Renda média-alta
Northern Mariana Islands	High income	Renda alta
Norway	High income	Renda alta
Oman	High income	Renda alta
Pakistan	Lower-middle income	Renda média-baixa
Palau	High income	Renda alta
Panama	High income	Renda alta
Papua New Guinea	Lower-middle income	Renda média-baixa
Paraguay	Upper-middle income	Renda média-alta
Peru	Upper-middle income	Renda média-alta
Philippines	Lower-middle income	Renda média-baixa
Poland	High income	Renda alta
Portugal	High income	Renda alta
Puerto Rico	High income	Renda alta
Qatar	High income	Renda alta
Romania	High income	Renda alta
Russian Federation	High income	Renda alta
Rwanda	Low income	Renda baixa
Samoa	Upper-middle income	Renda média-alta
San Marino	High income	Renda alta
São Tomé and Príncipe	Lower-middle income	Renda média-baixa
Saudi Arabia	High income	Renda alta
Senegal	Lower-middle income	Renda média-baixa
Serbia	Upper-middle income	Renda média-alta
Seychelles	High income	Renda alta
Sierra Leone	Low income	Renda baixa

País/Economia	Categoria de Renda (original)	Categoria (PT-BR)
Singapore	High income	Renda alta
Sint Maarten (Dutch part)	High income	Renda alta
Slovak Republic	High income	Renda alta
Slovenia	High income	Renda alta
Solomon Islands	Lower-middle income	Renda média-baixa
Somalia	Low income	Renda baixa
South Africa	Upper-middle income	Renda média-alta
South Sudan	Low income	Renda baixa
Spain	High income	Renda alta
Sri Lanka	Lower-middle income	Renda média-baixa
St. Kitts and Nevis	High income	Renda alta
St. Lucia	Upper-middle income	Renda média-alta
St. Martin (French part)	High income	Renda alta
St. Vincent and the Grenadines	Upper-middle income	Renda média-alta
Sudan	Low income	Renda baixa
Suriname	Upper-middle income	Renda média-alta
Sweden	High income	Renda alta
Switzerland	High income	Renda alta
Syrian Arab Republic	Low income	Renda baixa
Taiwan, China	High income	Renda alta
Tajikistan	Lower-middle income	Renda média-baixa
Tanzania	Lower-middle income	Renda média-baixa
Thailand	Upper-middle income	Renda média-alta
Timor-Leste	Lower-middle income	Renda média-baixa
Togo	Low income	Renda baixa
Tonga	Upper-middle income	Renda média-alta
Trinidad and Tobago	High income	Renda alta
Tunisia	Lower-middle income	Renda média-baixa
Türkiye	Upper-middle income	Renda média-alta
Turkmenistan	Upper-middle income	Renda média-alta
Turks and Caicos Islands	High income	Renda alta
Tuvalu	Upper-middle income	Renda média-alta
Uganda	Low income	Renda baixa
Ukraine	Upper-middle income	Renda média-alta
United Arab Emirates	High income	Renda alta
United Kingdom	High income	Renda alta
United States	High income	Renda alta
Uruguay	High income	Renda alta
Uzbekistan	Lower-middle income	Renda média-baixa
Vanuatu	Lower-middle income	Renda média-baixa
Venezuela, RB	Unclassified (data unavailable)	Não classificado
Viet Nam	Lower-middle income	Renda média-baixa
Virgin Islands (U.S.)	High income	Renda alta
West Bank and Gaza	Lower-middle income	Renda média-baixa
Yemen, Rep.	Low income	Renda baixa
Zambia	Lower-middle income	Renda média-baixa
Zimbabwe	Lower-middle income	Renda média-baixa