



**BANCO CENTRAL DO BRASIL**

# **Banco Central do Brasil Technical Notes**

**Number 28  
October 2002**

**Political Risk, Incentives and Equilibrium in the International Credit Market**  
Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo

ISSN 1677-4205  
CGC 00.038.166/0001-05

Banco Central do Brasil Technical Notes	Brasília	n. 28	Oct	2002	P. 1 - 25
--	----------	-------	-----	------	-----------

# Banco Central do Brasil Technical Notes

The views expressed in this work are the author(s) opinions only and do not reflect the ones of the Banco Central do Brasil, except in what relates to methodological notes.

## Coordination:

### Economic Department (Depec)

E-mail: [depec@bcb.gov.br](mailto:depec@bcb.gov.br)

Reproduction permitted provided the source is mentioned. Banco Central do Brasil Technical Notes, no. 28, October/2002.

## General Control of Subscriptions

Banco Central do Brasil  
Demap/Disud/Subip  
SBS - Quadra 3 - Bloco B - Edifício-Sede - 2º Subsolo  
Caixa Postal 8670  
70074-900 - Brasília (DF)  
Telephone (5561) 414-3165  
Fax (5561) 414-1359

## Statistical conventions:

- ... Data unknown.
- Null data or an indication that the corresponding item does not exist.
- 0** ou **0,0** figure smaller than half the value of the last digit to the right.
- \* preliminary data.

An hyphen (-) between years (1970-1975) indicates the total of years, including the first and the last. A slash (/) between years indicates the yearly average of such years, including the first and the last, or harvest-year or agreement-year, according to the text.

Any discrepancy between data and totals or percentage variations are due to rounding.

The sources for tables and graphs prepared by the Banco Central itself are not mentioned.

## Banco Central do Brasil Information Center

Address:	Secre/Surel/Dinfo Edifício-Sede, 2º subsolo SBS - Quadra 3, Zona Central 70074-900 - Brasília (DF)	Telephones: (5561) 414 (...) 2401, 2402, 2403, 2404, 2405, 2406 Toll-free: 0800 992345 (just in the country) Fax: (5561) 321 9453
Internet:	<a href="http://www.bcb.gov.br">http://www.bcb.gov.br</a>	
E-mail:	<a href="mailto:cap.secre@bcb.gov.br">cap.secre@bcb.gov.br</a>	

## Foreword

---

The institutionalization of the Banco Central do Brasil Technical Notes, conducted by the Department of Economics, promotes the dissemination of works featuring economic content, attracting both theoretical and methodological interest, giving a view of the short-term developments of the economy and reflecting the work of the Bank's employees in all areas of action. Besides, other works, though external to the Banco Central, may be included in this series provided the Bank has afforded institutional support to their preparation.

# **Risco Político, Incentivos e o Equilíbrio do Mercado Internacional de Crédito<sup>\*,\*\*</sup>**

**Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo<sup>\*\*\*</sup>**

## **Resumo**

Este artigo provê uma introdução sobre algumas importantes questões exploradas pela literatura que trata dos problemas enfrentados por economias emergentes no mercado de crédito internacional. Inicialmente são investigados os incentivos que movem os investidores internacionais a emprestar, com destaque para a teoria da diversificação de portfólio. No estágio seguinte, são considerados não só os incentivos que movem as economias emergentes a tomar emprestado, mas, principalmente, os que as levam a resgatar suas dívidas, onde ênfase especial é dada à teoria do equilíbrio reputacional.

---

\* Em grande parte, o texto replica o Capítulo 1 de Araújo (2000).

\*\* O autor gostaria de agradecer os valiosos comentários da Professora Cristina Terra, bem como os de um parecerista anônimo. Como de praxe, gostaria de isentar a todos de responsabilidade por quaisquer dos erros remanescentes.

\*\*\* Departamento de Estudos e Pesquisa, Banco Central do Brasil.

## **Introdução**

O processo de globalização dos sistemas econômicos tem como marca registrada o enorme crescimento dos fluxos de capitais internacionais. Drazen (2000) cita valores atribuídos ao *Bank for International Settlements*, segundo os quais, no início de 1998, o giro diário dos instrumentos cambiais tradicionais alcançaria o montante de US\$ 1,5 trilhão. Paralela e talvez proporcionalmente, cresceu a preocupação da literatura econômica em estudar o fenômeno. Se décadas atrás as atenções das pesquisas estavam voltadas para a movimentação do chamado capital produtivo, hoje estão para os fluxos do capital financeiro. Seguindo a tradição clássica, a literatura que trata dos investimentos diretos, em geral, o faz à luz da taxa de retorno do capital físico (do fator de produção). No que diz respeito aos investimentos indiretos, em geral, as análises se apóiam na teoria do prêmio monetário (paridade de juros). Posto isso, haveria implicitamente uma diferenciação entre as funções econômicas dos dois fluxos.

Em contrapartida, uma literatura nascente questiona a diferenciação dos fluxos de capitais [vide, por exemplo, Claessens *et alii* (1995) e Araújo (2000, Capítulo 3)]. Nesse contexto, intuitivamente os diferentes fluxos de capitais seriam vistos apenas como alternativas de financiamento a um déficit no balanço de pagamentos em conta corrente - nos mercados globalizados as condições de não arbitragem seriam observadas. A propósito, o conceito de Aliber (1973) e a interpretação de Dooley e Isard (1980) para risco político (soberano) se inserem confortavelmente na proposta de não diferenciação dos fluxos de capitais. A definição oferecida por Aliber (1973) considera as incertezas oriundas do potencial de intervenção do poder público nos contratos de crédito e chama risco político a probabilidade de a autoridade do Estado se intrometer entre os investidores de um país e as oportunidades de investimento em outro país. Dooley e Isard (1980), por sua vez, interpretam risco político como a probabilidade de que, em um dado país, controles sejam impostos aos fluxos de capitais..

Dentro desse espírito, neste trabalho não se discriminam os fluxos de capitais, dentre outras formas, entre investimentos diretos e indiretos, direcionados a agentes públicos e privados, etc. Por conseguinte, eventualmente abusa-se da linguagem ao tratar

qualquer componente do passivo externo de uma economia como dívida soberana. Entretanto, a opção se justifica pelo fato de que, independente de quem seja o devedor ou o credor, bem com do tipo de passivo da economia importadora, essas obrigações estão sujeitas ao mesmo risco político, pois todos os devedores estão sob a jurisdição do mesmo Estado<sup>1</sup>.

Sem a pretensão de querer esgotar a literatura que explora o assunto, ao longo do texto busca-se fazer um levantamento do estado da arte, no que diz respeito aos incentivos que movem os capitalistas internacionais a emprestar, aos que *ex ante* movem as economias emergentes a tomar emprestado e aos que *ex post* movem essas mesmas economias a resgatar os débitos. A questão é de suma importância porque não existe um marco regulatório disciplinando os fluxos de capitais internacionais e, por conseguinte, do ponto de vista jurídico são tênues as penalidades aplicáveis aos devedores inadimplentes. Em resumo, procura-se fazer um apanhado da literatura que racionaliza a sobrevivência do mercado internacional de crédito nesse ambiente “hostil”.

Além desta introdução, o plano de trabalhos contempla três seções. A próxima focaliza o comportamento dos credores internacionais, em particular a teoria da diversificação de risco. A seção 2 cuida do comportamento dos devedores, centrando no conceito de equilíbrio reputacional. Por fim, apresentam-se as considerações finais.

## **1. Incentivos que Movem os Credores a Emprestar**

Nos termos admitidos pela teoria clássica quanto à movimentação de fatores, a taxa de retorno esperada seria o determinante único do fluxo internacional de capitais<sup>2</sup>. Um maior retorno esperado seria o estímulo a mover os ofertantes no mercado de crédito internacional. Do ponto de vista macroeconômico, os fluxos de capitais levariam a um estado da natureza Pareto superior porque incrementariam a renda nacional na economia exportadora. O pensamento clássico explicaria satisfatoriamente, então, os deslocamentos do fator capital de regiões relativamente ricas, com alto estoque de poupança e baixa

---

<sup>1</sup> Interessados em um detalhamento dos vários tipos de risco envolvidos nas operações de crédito no mercado internacional podem consultar, por exemplo, Buitier (1983).

<sup>2</sup> Ver, por exemplo, Lucas (1990).

produtividade marginal do capital, em direção a regiões mais pobres, com baixo estoque de poupança e alta produtividade marginal do capital.

O pensamento clássico está bem sintetizado na noção *fisheriana* de paridade de juros que, sob a hipótese de ausência de repressão financeira, prevê a inexistência de lucro excedente em qualquer mercado do fator capital. Compensada a desvalorização cambial, as taxas de retorno seriam iguais em economias diversas. Por outro lado, seguindo a interpretação de Eaton e Gersovitz (1983) e de Edwards (1984,1986), sendo “ $\pi$ ” e “ $s$ ”, respectivamente, a probabilidade de um país entrar em *default* e o *spread* cobrado deste mesmo país sobre a taxa de juros de referência internacional,  $s = \phi \pi$  (com  $\phi$  constante). Em princípio, portanto, sob uma visão restrita da teoria da paridade de juros, na presença de risco político a sobrevivência do mercado internacional de crédito estaria comprometida. Além disso, a teoria clássica não forneceria subsídios para justificar o fenômeno de investimentos simultâneos entre países ricos. Registram-se, por exemplo, pesadas remessas dos Estados Unidos para a Europa Ocidental e vice-versa, duas regiões onde, grosso modo, o risco político é nulo e as taxas de retorno do capital se equiparam.

O preenchimento da lacuna deixada pela teoria clássica tem início com a teoria de diversificação de portfólio desenvolvida por Markowitz nos anos 1950. O modelo média-variância representou importante avanço por admitir que, em suas decisões de investimento, além de um maior retorno esperado, os indivíduos procuram uma menor incerteza. Posto isto, no mundo de Markowitz a composição do portfólio individual provém da combinação ótima entre retorno esperado e risco, os dois únicos argumentos da função utilidade dos agentes<sup>3</sup>.

A junção das idéias provindas da teoria da diversificação de risco e da teoria da paridade de juros, ainda que na presença de risco político, permite validar as condições de paridade e racionalizar a permanência dos ofertantes no mercado internacional de crédito. Se não há risco soberano, quando a remessa de recursos para outro país reduz quaisquer

---

<sup>3</sup> A função de utilidade do agente é suposta estritamente côncava em seus dois argumentos. Por sua vez, a função de utilidade esperada é do tipo von Neumann e Morgenstern. Sobre o assunto ver, por exemplo, Simonsen (1983).

outros riscos a que se expõe o investidor internacional avesso ao risco, ainda que com ligeira perda no retorno esperado, o mesmo tem incentivos para insistir na operação. Se há, mas admitindo que o retorno esperado permaneça constante, o investidor persiste na remessa de recursos, desde que as perdas de bem-estar devidas à exposição ao risco político não se igualem aos ganhos advindos da redução dos demais riscos. Um ponto intermediário supõe perdas de bem-estar em virtude da exposição ao risco político e da redução no retorno esperado, compensadas pelos ganhos vindos da diversificação de outros riscos.

Apesar de a consolidação do suporte teórico datar da década 1950, a investigação formal dos ganhos de bem-estar por intermédio da diversificação de risco em nível internacional deu-se inicialmente com Grubel (1968). Aproveitando a estrutura do modelo de escolha de portfólio, a pesquisa se desenvolve em um mundo composto por dois países, nos quais: (i) há pleno emprego; (ii) a riqueza é acumulada via compra de capital físico, moeda ou bônus públicos; e (iii) inicialmente autárquicas, as economias ao serem abertas trocam bens de consumo e/ou bônus, mas não trocam bens de capital físico ou monetário<sup>4</sup>.

No contexto de Grubel (1968), a combinação entre bônus externos e internos no portfólio depende das preferências dos agentes em relação a risco e a retorno, bem como em relação a consumo presente e futuro. Destacam-se três resultados: (i) os fluxos internacionais são respostas ao diferencial de juros e à acumulação de ativos em ambas as economias; (ii) quando as preferências dos agentes, os retornos dos bônus, as variâncias dos retornos e as riquezas dos dois países são iguais, as demandas agregadas de cada país por bônus emitidos no outro são iguais; e (iii) quando os países diferem apenas no quesito taxa de juros, o capital pode fluir entre eles em ambos os sentidos, donde fica claro o *trade-off* entre retorno esperado e diversificação<sup>5</sup>.

A racionalização da sobrevivência do mercado de crédito poderia trilhar outro caminho e, nos termos do método cartesiano, ser refeita em duas etapas. Indaga-se

---

<sup>4</sup> Essa conjectura implica que a abertura não afeta retorno e variância, tanto do capital físico quanto do monetário, o que centraliza a discussão nas mudanças de posição em bônus.

<sup>5</sup> Grubel (1968) promove uma avaliação empírica de sua teoria, com base no retorno *ex post* do mercado acionário em onze países industrializados e, de modo geral, conclui que a diversificação teria proporcionado significativos ganhos de bem-estar ao investidor norte-americano.

primeiro se a diversificação implica ganhos de bem-estar, o que, admitidas as hipóteses do modelo média-variância, está positivamente respondido. Em segundo lugar, é preciso discutir como proceder para alcançar o ganho ótimo ou, de outra forma, que proporção da riqueza o investidor deve direcionar a cada país. Em princípio, o modelo média-variância também responde à última indagação. Todavia, dada a rigidez dos pressupostos sob os quais a resposta é alcançada<sup>6</sup>, em geral os economistas recorrem a outra construção da teoria das finanças: o *Capital Asset Pricing Model* - CAPM<sup>7</sup>.

O CAPM considera, dentre outros aperfeiçoamentos, a condição de equilíbrio do mercado de ativos com risco e a existência de um portfólio de mercado. A respeito da diversificação, o CAPM ensina que quando os ativos são aleatoriamente selecionados e em iguais proporções distribuídos em uma carteira, o risco associado diminui à medida que o número de ativos incluídos aumenta<sup>8</sup>. Trazida para o campo das finanças internacionais, a assertiva fortalece à idéia de que o fluxo internacional de capitais reduziria o risco do portfólio dos investidores, na proporção em que ativos de diferentes economias fossem anexados. Para tanto, uma condição necessária seria a inexistência de perfeita correlação entre o retorno daqueles ativos emitidos pela economia exportadora de capitais e o retorno dos ativos emitidos nas economias importadoras de capitais. Entretanto, quer no que diz respeito à quantidade de ativos incluídos no portfólio, quer no que diz respeito à correlação entre os retornos dos mesmo, o processo sofreria restrições porque: (i) o número de economias autônomas é pequeno; e (ii) ainda que o número de economias autônomas fosse muito grande, quando a correlação é perfeita, o risco não sistemático (não associado ao portfólio de mercado global) não pode ser reduzido.

É de se reconhecer que, mesmo nas economias cujos processos de abertura estejam maduros, os mercados de capitais são autônomos em relação aos mercados externos. Além disso, quase sempre existe uma zona monetária independente e sempre há

---

<sup>6</sup> De modo particular, citem-se duas: (i) para preferências arbitrárias, o modelo só pode ser motivado admitindo que as taxas de retorno dos ativos com risco têm distribuição normal; e (ii) para distribuições arbitrárias das taxas de retorno dos ativos com risco, a restrição recai sobre a função utilidade, que deve ser quadrática [ver, por exemplo, Huang e Litzemberger (1988, capítulo 3)].

<sup>7</sup> Ver, por exemplo, Huang e Litzemberger (1988, capítulo 4).

<sup>8</sup> Evans e Archer (1968) concluem que o número de ativos que tornam uma carteira de ações diversificada gira em torno de dez; já Francis (1986) considera que, para além de 10 ou 15 ativos, a diversificação é supérflua e deve ser evitada; Statman (1990), por seu turno, defende que não menos que trinta ações são necessárias à constituição de um portfólio bem diversificado.

uma organização político-institucional soberana. De um lado, fatores da espécie contribuem para que os retornos dos ativos emitidos em uma economia mantenham alto nível de correlação entre si; de outro, contribuem para que os retornos dos ativos emitidos em uma economia apresentem baixa correlação com os retornos de ativos emitidos em outras. Assim, infere-se que o investidor diversifica ao sair da autarquia para o mercado internacional e, se avesso ao risco, ganha em termos de bem-estar.

Levy e Sarnat (1970) usam a versão estática do CAPM para estudar o mercado acionário e investigar se a diversificação internacional traz ganhos de bem-estar para o investidor norte-americano. Quando a amostra se restringe a ações emitidas em dezesseis países industrializados<sup>9</sup>, há evidências de ganhos marginais; todavia, quando inclui ações emitidas em vinte e oito países, as evidências indicam ganhos consideráveis. No último caso, a depender do nível da taxa de juros nos Estados Unidos, é relativamente elevada a participação de ações emitidas nos países em desenvolvimento - entre 40% e 60% - na composição do portfólio<sup>10</sup>. O fato justificar-se-ia pela baixa covariância entre o retorno das ações nos países em desenvolvimento e nos demais vinte e três países.

A versão estática do CAPM (à semelhança do modelo média-variância) desenvolve-se sob a premissa de que os investidores olham apenas o presente, miopia justificável somente quando o conjunto de oportunidades de investimento é estacionário<sup>11</sup>. Em geral, contudo, a estacionariedade não existe e os agentes avaliam o futuro, haja vista a aquisição de contratos de seguro contra mudanças no conjunto de oportunidades. Esse comportamento é levado em conta pela versão dinâmica do CAPM, originalmente apresentada em Merton (1973). Por outro lado, Solnik (1974) argumenta que, mesmo em sua versão dinâmica, o CAPM não pode ser estendido ao contexto internacional simplesmente via inclusão de ativos estrangeiros no portfólio de mercado. Na avaliação de Solnik (1974), o procedimento não representaria um equilíbrio-geral e, por conseguinte, o modelo perderia todo o conteúdo e apelo econômico.

---

<sup>9</sup> O texto não esclarece quais países, mas fica patente que o Japão não faz parte do conjunto.

<sup>10</sup> Foram considerados Venezuela, México, África do Sul, Nova Zelândia e Japão.

<sup>11</sup> O mesmo vale quando a função utilidade do investidor é logarítmica, situação em que a política ótima de investimento é constante e destina uma parcela fixa da riqueza a cada ativo.

Além de levantar o problema, Solnik (1974) apresenta uma solução, qual seja: um modelo de equilíbrio intertemporal para o mercado de capitais internacional, onde o comportamento dos preços dos ativos é consistente com a idéia de um só mercado global integrado. A proposta de Solnik (1974) contempla a existência de risco cambial e de mecanismos que propiciam ao investidor oportunidade de fazer seguro contra esse tipo de risco. Dentre os resultados que a teoria em questão oferece, merece destacar a igualdade, para duas economias, entre o diferencial de taxas de juros e a soma da variação esperada na paridade cambial, com um termo que depende da covariância entre os riscos cambiais em tais economias<sup>12</sup>.

Grauer e Hakansson (1987) avaliam os ganhos de bem-estar associados à diversificação intertemporal, por intermédio da versão pura do modelo multiperiférico de reinvestimento<sup>13</sup>. Para tanto, consideram a existência de quatro tipos de ativos - letras ou notas do tesouro, bônus públicos, bônus privados, ações - no mercado norte-americano e de catorze outros ativos - ações ou bônus - de nacionalidades distintas. Para o intervalo 1968-85, controlando aversão ao risco, escolha do portfólio e nível de alavancagem, eles observam que: (i) há elevados ganhos com a inserção de ativos não norte-americanos no mercado, principalmente em uma estratégia conservadora; e (ii) os ganhos ao remover a restrição de não alavancagem são maiores quando da existência de ativos não norte-americanos. Além disso, são fortes as evidências de segmentação do mercado, haja vista que o nível ótimo de investimento praticamente ignora os ativos norte-americanos arriscados, sempre que ao investidor é permitido adquirir ativos de outras economias.

Merton (1984) separa a decisão de investimento em duas partes: (i) escolha entre consumo ou poupança; e (ii) seleção do portfólio. A leitura que se faz de ambas as decisões, porém, é a mesma: buscam a suavização e o aumento do consumo, embora não seja tarefa simples identificar qual motivação tem maior peso nas preferências. Do ponto de vista da teoria clássica, é o aumento do consumo, já que essa linha de argumentação considera a taxa de retorno o único determinante do fluxo internacional de capitais. Na outra direção, há quem defenda que os ganhos de bem-estar advindos da diversificação

---

<sup>12</sup> Como o próprio Solnik (1974) reconhece, isto implica que a taxa de câmbio no mercado de futuros é uma estimativa viesada para a futura taxa de câmbio *spot*.

<sup>13</sup> Trata-se de uma alternativa ao CAPM dinâmico, para maiores detalhes, ver Grauer e Hakansson (1986).

ligam-se essencialmente à suavização do consumo. No entender de Cole e Obstfeld (1991), os ganhos são fruto da pulverização internacional do risco do consumo doméstico; já van Wincoop (1994) advoga que, em última instância, é a variabilidade do consumo que preocupa os agentes.

Ao invés de terem a média e variância de retornos de ativos como paradigmas, prática usual em pesquisas sobre diversificação internacional, Cole e Obstfeld (1991) medem a utilidade esperada com base na evolução do produto (consumo). Dessa forma, os ganhos sociais da troca de ativos entre duas economias industrializadas surgem pela transferência, via termos de troca, de choques aleatórios sobre o produto (consumo)<sup>14</sup>. O artifício é defensável porque, *ceteris paribus*, os termos de troca de um país são negativamente correlacionados com o crescimento do setor exportador. Grosso modo, a troca de ativos provê um seguro contra variações inesperadas no produto (consumo) e, por conseguinte, suaviza sua trajetória.

Em um modelo de troca pura calibrado para as economias dos Estados Unidos e do Japão, Cole e Obstfeld (1991) encontram pequena perda de bem-estar (0,20% do produto nacional ao ano) quando as economias saem de um estágio de perfeita integração para autarquia, pois, neste caso, os movimentos na conta-corrente funcionam como substitutos da diversificação<sup>15</sup>. O caráter marginal dos ganhos da abertura da economia sinaliza que mesmo pequenos impedimentos à troca de ativos desencorajariam o fluxo de capitais entre economias industrializadas.

Van Wincoop (1994) aponta a restrição a dois países como ponto frágil dos surpreendentes resultados de Cole e Obstfeld (1991) e, em contrapartida, mede potenciais ganhos de bem-estar com base em dados sobre o consumo de vinte países membros da OCDE<sup>16</sup>. Embora reconheça que os países já fazem alguma diversificação via mercado de ações, investimentos diretos no exterior ou via flutuações da conta-corrente financiadas por ativos sem risco, van Wincoop (1994) argumenta que existem grandes oportunidades

---

<sup>14</sup> Subliminar ao raciocínio encontra-se a idéia de que, dado o nível de poupança, se a variância do produto em uma economia autárquica é grande, grande também é a variância do consumo.

<sup>15</sup> Golub (1990) chega à conclusão, por assim dizer, diametralmente oposta, baseado na correlação negativa entre os lucros das empresas americanas e japonesas, fato esse já detectado por Levy e Sarnat (1970).

de diversificação do risco, pois, para o país médio da amostra considerada, a variância da taxa de crescimento do consumo de bens comerciáveis é o dobro da variância da taxa de crescimento da demanda agregada. As medições dos ganhos de bem-estar mostram que, em média, a melhora no bem-estar poderia chegar a um nível equivalente ao que seria alcançado em virtude de um crescimento de 5,60% do produto da economia.

Grossman e Han (1997) retomam o caminho da suavização do consumo. De antemão, reconhecem que a literatura freqüentemente usa dívidas soberanas como mecanismo de suavização intertemporal do consumo, na presença de uma seqüência de consumo estocástica; em contrapartida, argumentam, não haveria consenso sobre se, por si só, a suavização daria suporte à existência de um montante de dívida sem colaterais. Em linhas gerais, o trabalho de Grossman e Han (1997) não se distancia muito, dentre outros, de Eaton e Gersovitz (1981,1983), exceto pelo fato de que, no arcabouço que os primeiros constroem, a suavização por meio de contingenciamento do serviço da dívida não seria sustentável.

Cabe destacar, ainda, que em suas análises, os pesquisadores acima mostram que o endividamento a fim de suavizar o consumo estaria condicionado à natureza da penalidade aplicável em caso de repúdio, bem como à maneira pela qual a suavização iria se materializar - emissões ou serviço da dívida contingentes às realizações da renda.

## **2. Incentivos que Movem os Devedores a Pagar**

Sob os paradigmas da teoria clássica, um maior retorno esperado seria o estímulo a mover as decisões dos ofertantes no mercado de crédito internacional e, na ótica macroeconômica, haveria um incremento na renda nacional na economia exportadora. Na perspectiva da economia importadora, os agentes demandariam o capital externo porque o produto marginal seria superior ao custo marginal. Em termos macroeconômicos, o recebimento dos fundos em causa levaria a um crescimento do produto nacional, pois financiariam investimentos que gerariam renda além do necessário para resgatar a dívida.

---

<sup>16</sup> Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Islândia, Irlanda, Itália, Japão, Holanda, Noruega, Espanha, Suécia, Suíça, Inglaterra e Estados Unidos

O panorama acima sinaliza, em princípio, para o equilíbrio de um jogo com soma positiva, mas na realidade a questão é mais complexa. *Ex ante*, o investidor internacional escolhe entre aplicar seus recursos na economia doméstica ou destiná-los ao exterior. Por sua vez, o país receptor também disporia de duas alternativas: não receber os recursos estrangeiros ou recebê-los com o propósito inabalável de posteriormente pagar. Pelos argumentos levantados anteriormente, neste momento do jogo, ao país importador a segunda alternativa traria um retorno superior e, portanto, seria preferível. Por outro lado, *ex post* (uma vez recebidos os recursos) talvez a melhor alternativa fosse uma terceira: promover uma expropriação<sup>17</sup>. Haveria um problema de inconsistência temporal (o equilíbrio não seria perfeito em sub-jogos), com raízes na fragilidade dos métodos coercitivos contra os devedores soberanos inadimplentes. Surge, portanto, uma questão não explorada na teoria clássica: por que os devedores soberanos não se apropriam dos recursos recebidos. Invertendo a moeda, por que, mesmo sem proteção legal, os investidores internacionais concedem crédito às economias soberanas. Aparentemente, haveria comportamento irracional de ambas as partes.

Reportando-se ao “enigma” da exposição de investidores internacionais ao risco de *default* soberano, Chowdhry (1991) ressalta que a única maneira efetiva de induzir os devedores ao pagamento é recorrer a mecanismos auto-sustentáveis. O mais difundido desses estratagemas tem sido a exclusão dos países inadimplentes, ainda que parcial e temporariamente, do mercado internacional de crédito. Trata-se de potencial instrumento de pressão porque seu uso leva o devedor a contabilizar prejuízos em função da perda da suavização e do aumento do consumo. Cabe elucidar, então, como a literatura formaliza os citados mecanismos auto-sustentáveis, como dá racionalidade econômica aos comportamentos do devedor soberano e dos credores internacionais. Neste trabalho, porém, cuidar-se-á apenas do equilíbrio reputacional, construção teórica segundo a qual, ao cumprir os contratos, o devedor soberano busca a reputação de bom pagador e, por conseqüência, acesso ao mercado internacional de crédito.

---

<sup>17</sup> Ao longo do texto, os termos repúdio e expropriação são empregados indistintamente, porém, sem prejuízo à compreensão. Em geral, a literatura usa o primeiro para se referir a *default* no caso de capitais

## 2.1 A Defesa do Equilíbrio Reputacional

Nesta subseção promove-se um levantamento do estado da arte no que diz respeito às teorias que defendem o equilíbrio reputacional.

Eaton e Gersovitz (1983) é uma pesquisa pioneira sobre equilíbrio reputacional. Segundo a modelagem proposta, as trajetórias do consumo e do investimento surgem das escolhas ótimas de fluxos de capitais, feitas por um planejador central em um ambiente onde a única imperfeição de mercado relevante é o risco de repúdio – risco soberano. A decretação de medidas hostis ao capital internacional é contida pelo efeito negativo que provocaria sobre as expectativas de potenciais novos investidores. Assim, a escolha do planejador central deriva de seu comportamento estratégico em relação aos credores, e vice-versa, confrontando benefícios e perdas associados ao *default* - a sobrevivência do mercado internacional de crédito representa um equilíbrio perfeito em sub-jogos.

Apesar da simplicidade, a teoria de Eaton e Gersovitz (1983) proporciona conclusões intuitivamente substantivas: (i) desconsiderada a restrição que torna a estratégia de endividamento do agente representativo consistente intertemporalmente, a escolha ótima do importador de capitais é expropriar no primeiro período e não expropriar nos subsequentes; (ii) a probabilidade de o país devedor sustentar uma política de não expropriação cresce proporcionalmente à redução de sua taxa de desconto intertemporal e da taxa de juros internacional; bem como ao aumento da diferença entre os estoques de capital da economia aberta e da autarquia.

A primeira assertiva vai ao encontro de avaliação anterior, no sentido de que, na presença de risco soberano, em princípio, os investidores não têm incentivos para emprestar e os devedores não os têm para pagar. Por conseguinte, o mercado internacional de crédito não sobrevive. Por sua vez, a segunda assertiva sugere que a paciência - valorização do consumo futuro – desestimula a expropriação do capital externo porque isso implicaria aumento do consumo apenas no curto prazo. De (ii) infere-se que o país com baixo estoque de capital doméstico, com maior probabilidade paga suas dívidas, o que pode ser atribuído ao elevado produto marginal desse fator. Por

---

financeiros (investimentos indiretos) e o último no caso de capitais físicos (investimentos diretos).

fim, (ii) induz ao entendimento de que, menor a taxa de juros internacional, maior a razão custo/benefício do *default*.

Um ponto importante aparentemente ficou fora do alcance da teoria de Eaton e Gersovitz (1983): de modo geral, nos países onde o estoque de capital é baixo, também o é o produto. Portanto, alta é a utilidade marginal do consumo, o que desfavorece a decisão de pagar dívidas. Nas circunstâncias acima, também não se pode perder de vista que maior é a perda de consumo em função da falta de crédito junto ao mercado externo. Dessa forma, somente quando o primeiro impacto for menor (efeito substituição) do que o segundo (efeito renda), o baixo estoque de capital doméstico afasta o *default*.

Grossman e van Huyck (1988) sugerem que a história do mercado internacional de crédito permite algumas generalizações: (i) os eventos de *defaults* estão associados a maus estados da natureza e usualmente são parciais; e (ii) os estados soberanos freqüentemente habilitam-se a tomar novos empréstimos pouco tempo após um *default*. À vista disso, desenvolvem um modelo que trata a dívida soberana como ativo contingente<sup>18</sup>, útil à transferência para os credores externos, ainda que parcial, dos prejuízos trazidos por eventos que alteram negativamente a riqueza dos devedores.

Sob a hipótese de conhecimento comum (e prévio) da distribuição de probabilidade de ocorrência de mal estado da natureza, certos *defaults* (e. g., resgate parcial) são classificados como perdoáveis e não excluem o devedor do mercado de crédito. Em contrapartida, mesmo nos maus estados da natureza os casos de repúdio são tidos como inaceitáveis. Para simplificar a formalização sem comprometer a qualidade da análise, Grossman e van Huyck (1988) supõem ainda que: (i) os devedores soberanos não utilizam a poupança própria ou a externa para financiar o consumo corrente; e (ii) tanto as dívidas quanto os investimentos maturam em um período. Considerando também a assunção de que os choques que afetam a riqueza são estacionários, transformam o problema intertemporal do devedor em problema estático.

A teoria de Grossman e van Huyck (1988) provê um equilíbrio reputacional sustentável, com a possível ocorrência de *defaults* justificáveis e com o repúdio jamais

sendo escolhido, mesmo apresentando significativo grau de atratividade nos bons estados da natureza. No equilíbrio, a efetiva acumulação de capital na economia devedora (a transferência de risco aos credores) sofre restrições, ainda que eficientemente financiada no mercado internacional. Isso porque o montante de dívida externa contratável sujeita-se a limites, que se estreitam na medida em que: (i) a taxa de desconto intertemporal do devedor cresce; (ii) aumenta a probabilidade de que haja mudança, de crível para não crível, do governante da economia devedora; (iii) aumenta a probabilidade de os credores não esquecerem repúdios anteriores; (iv) diminui a aversão ao risco da parte do devedor; e (v) diminui a taxa de retorno do capital na economia doméstica.

Chowdhry (1991) também investiga como o cumprimento dos contratos de crédito é alcançável no mercado internacional. Ao propor a suavização das penalidades impostas aos devedores em caso de *default*, em certo sentido segue Grossman e van Huyck (1988). Especificamente, Chowdhry (1991) admite que os países perdem a concessão de créditos somente junto às instituições financeiras com as quais mantêm dívidas em situação irregular. Entretanto, por ser limitado o número de instituições, caso os eventos de *default* se repitam o devedor inevitavelmente será excluído do mercado internacional de crédito.

A abordagem explora o fato estilizado de os banqueiros formarem sindicatos e, ante a necessidade de firmar reputação, negarem novos créditos aos inadimplentes. O comportamento tem o intuito de sinalizar postura rigorosa, já que atitudes passivas indicariam aos demais devedores custos nulos em caso de *default*. A multiplicidade de devedores e a existência de um número limitado de credores são aspectos essenciais à eficácia da estratégia seguida pelos bancos, no sentido de criar um remédio suficiente para conter os maus pagadores. É importante notar, ainda, que o reduzido número de credores implica que o mercado não é competitivo, diferentemente do que supõem outros autores. Chowdhry (1991) conclui que o *default* parcial não ocorre e justifica o fato como sendo reflexo da insensibilidade da pena - exclusão do mercado de crédito - ao grau do *default*.

---

<sup>18</sup> Eaton *et al* (1986), assim como Grossman e Han (1997), também vêem a dívida soberana como ativo contingente.

No texto seminal de Eaton e Gersovitz (1983) está explícito que restaria muita incerteza, mesmo se o investidor internacional pudesse recolher e assimilar toda informação disponível sobre oportunidades de investimento além das fronteiras de seu país. Comparativamente ao mutuante, o mutuário tipicamente disporia de informações mais seguras a respeito da perspectiva de resgate de uma eventual operação de crédito. Apesar de a literatura tratá-la com distorção microeconômica, a assimetria de informação se enquadraria muito bem dentro do conceito de risco político, considerado uma distorção macroeconômica<sup>19</sup>.

A diferenciação acima tem caráter informativo, pois, em geral, a literatura não distingue assimetria de informação e risco político. Kletzer (1984), por exemplo, apresenta um modelo teórico para estudar empréstimos internacionais na presença de risco soberano. Para tanto, enfatiza a assimetria de informação entre devedores e credores, no que tange ao nível em que se situam as obrigações de serviço da dívida do país importador de capitais. Nesse ambiente, os mutuantes precisam recorrer a ameaças de futuros cortes no crédito e de interrupções no comércio internacional para desencorajar o repúdio.

Como objeto de estudo da teoria dos contratos, a assimetria de informação tem no risco moral e na seleção adversa as motivações de duas grandes famílias de modelos. A propósito, Atkenson (1991) enfoca a questão dos mecanismos que garantem o pagamento de empréstimos concedidos a países soberanos sob a presença de risco moral - os credores desconhecem as ações do devedor no que diz respeito ao destino (investimento ou consumo) dado aos recursos do empréstimo. A investigação incorpora a hipótese de que o pagamento ótimo de dívidas é crescente com o volume de investimentos, pressuposto que permite Atkenson (1991) caracterizar um resultado marcante: a trajetória dos fluxos é tal que o devedor exporta capital nos períodos em que seu produto alcança baixos níveis.

Nos termos da teoria proposta por Atkenson (1991), a conclusão acima sinaliza que uma baixa realização do produto indicaria alta probabilidade de o devedor não haver investido, ou tê-lo feito minimamente. Intuitivamente, ao ser excluído do mercado de

---

<sup>19</sup> Ver, por exemplo, Hermalin e Rose (1999).

crédito nos períodos em que se observam altas realizações do produto, o país teria menores perdas. O contrato ótimo, portanto, deveria levar essa informação em conta e exigir menores pagamentos em tais ocasiões; em contrapartida, os resgates deveriam ser relativamente maiores nos momentos de redução do produto.

Sem dúvida, o ponto a que chega Atkenson (1991) é instigante: de um lado, vai de encontro à bastante difundida idéia de que o capital deveria fluir para os países devedores exatamente nos momentos de baixa no produto (suavização do consumo); de outro, vai ao encontro da evidência histórica de que os credores internacionais demandam elevados resgates de dívidas no momento exato que seus devedores enfrentam crises. A propósito, Frankel (1995) corrobora a argumentação de que os países tendem a se endividar internacionalmente quando experimentam aquecimento e a pagar na desaceleração, creditando esse comportamento a falhas na teoria da otimização intertemporal.

Cole *et al* (1995) também trabalham em contexto de assimetria de informação e constroem sua teoria sob a hipótese de que os devedores faltosos retomam o acesso ao mercado internacional de crédito após o resgate parcial dos débitos irregulares. A abordagem assemelha-se à proposta em Grossman e van Huyck (1988), os quais apoiam-se na evidência histórica de que muitos países entram em *default*, mas, passado algum tempo, voltam ao mercado internacional de crédito na qualidade de devedores<sup>20</sup>. Há, entretanto, uma diferença marcante entre os dois artigos: no segundo, a volta do devedor inadimplente ao mercado de crédito só é possível quando o *default* for perdoável; no primeiro, isso também ocorre quando há uma troca “markoviana” do governo<sup>21</sup>.

O estratagema imaginado por Cole *et al* (1995) envolve um problema de seleção adversa – o tipo de governo não é identificado pelos credores. O governo sinaliza aos participantes de mercado a intenção de cumprir os contratos por intermédio da regularização de débitos em atraso. Haja vista a possibilidade de troca de governo, a escolha leva em conta a probabilidade de sua própria permanência no poder e define um equilíbrio “bayesiano” perfeito onde o governo do tipo instável sempre decreta *default* e o

---

<sup>20</sup> Note-se que, até o momento, não se considerou a necessidade de um país devedor inadimplente ficar de fora do mercado internacional de crédito em operações de que participe na qualidade de credor.

<sup>21</sup> Um governo instável - que decretou/decreta *default* – é substituído por um governo estável, que não faz uso de tal recurso.

estável nunca o faz. Note-se ainda que, após um *default* e uma subsequente mudança governamental, o novo governo promove uma regularização de dívida como sinal, aos participantes de mercado, de que se enquadra dentro do perfil estável.

No entender de Fafchamps (1996), os processos de renegociação, típicos das dívidas soberanas, criam problemas de incentivos ao pagamento. Ademais, as “condicionalidades”<sup>22</sup> constituir-se-iam em um esforço de restauração, ainda que parcial, do comprometimento do devedor com o resgate de seus débitos. Posto isso, Fafchamps (1996) desenvolve um modelo a fim de examinar a influência dos ajustes estruturais e das condicionalidades sobre o comportamento dos devedores soberanos inadimplentes. Obtém um equilíbrio perfeito em subjogos, donde se conclui que as condicionalidades incentivam os devedores a resgatar maiores parcelas do estoque de dívidas em processo de renegociação. Isso ocorreria devido à adoção de uma estratégia pelo credor, segundo a qual o devedor ficaria com parte dos ganhos de eficiência trazidos pela expansão do comércio externo decorrente da reforma estrutural imposta à sua economia<sup>23</sup>.

As teorias até aqui discutidas, implícita ou explicitamente, supõem que o país em *default* não pode obter novos empréstimos. Por exemplo, no modelo de Eaton e Gersovitz (1983) e no de Atkinson (1991), a exclusão do mercado de crédito ocorre em caráter definitivo; ao passo que, no modelo de Grossman e van Huyck (1988) e no de Cole *et al* (1995), é temporária. Olhando a literatura teórica em um contexto do problema do principal e do agente, sem exceção, a penalidade potencial atende à restrição de incentivos - é *incentive compatible* - a perda de acesso ao mercado internacional de crédito é suficiente para que o devedor soberano mantenha-se na estratégia de resgatar suas dívidas.

---

<sup>22</sup> Condições sob as quais as dívidas soberanas são renegociadas. Principalmente se feitos com a intervenção de instituições multilaterais - Fundo Monetário Internacional, Banco Mundial ou Banco de Resdesconto Internacional - de modo geral, os reescalamentos ou as reduções do estoque de dívidas são acertados sob a condição de o devedor soberano implementar ajustes estruturais em sua economia.

<sup>23</sup> A abordagem de Fafchamps (1996) poderia ser utilizada para avaliar o poder das “condicionalidades” em aliviar os desincentivos associados ao *debt overhang*. Em poucas palavras, diz-se de um estado da natureza no qual as obrigações da dívida externa são tamanhas, que desincentivam os investimentos, haja vista que parcela significativa do produto desses investimentos seria destinada aos credores externos.

Jeanne (2000) advoga que devem existir razões que justifiquem as preferências, da parte de credores internacionais e de devedores de economias emergentes, por contratos de curto prazo - supostamente mais custosos para ambas as partes em caso de crise cambial - em detrimento dos contratos de longo prazo. Além disso, acrescenta, seria importante entender essas razões para prever como mudanças no arcabouço internacional - institucional e regulatório - em condições de equilíbrio afetariam a estrutura de financiamento das aludidas economias.

A fim de aprofundar a análise das proposições acima, dentre outras, Jeanne (2000) apresenta um modelo onde a maturidade da dívida pública externa é endogeneizada, como resultado de assunção de compromisso (*commitment*). Com isso, a teoria viabiliza a avaliação dos efeitos sobre o bem-estar de mutuantes e mutuário, que a eventual existência de um prestador internacional de última instância provocaria. O autor reconhece que a principal conclusão de seu estudo pode ser vista como específica da teoria que trata de maturação de dívida, qual seja, os empréstimos de curto prazo funcionariam como um garantidor ótimo de que a economia importadora manterá a disciplina fiscal - sob risco de não rolagem, a economia seria forçada a manter disciplina. A manutenção da disciplina, por sua vez, nada mais é do que uma sinalização de que a dívida será resgatada, abrindo espaço para a sobrevivência do mercado internacional de crédito, no caso, voltado para as economias emergentes.

Drazen (2000) em rápidas palavras resume com mérito o conteúdo da classe de modelos anteriormente discutida. Para esse autor, é a ameaça de punição o que importa. Além disso, argumenta, a punição nunca pode ser aplicada em equilíbrio, sendo a característica do contrato determinada pela ameaça de punição. Destaque-se por fim, que, embora a teoria do equilíbrio reputacional desfrute de bastante prestígio, parte da literatura lhe faz restrições, vertente essa abordada na próxima subseção.

## **2.2 A Negação do Equilíbrio Reputacional**

Nesta subseção exploram-se alguns argumentos contrários à sustentação do equilíbrio reputacional. Sucintamente a literatura que desafia a teoria do equilíbrio reputacional é abordada.

Bulow e Rogoff (1989) defendem que os empréstimos às pequenas economias deveriam ser garantidos pela criação de mecanismos que permitissem aos credores aplicar sanções diretas em situações de inadimplência. Por si sós, as garantias consideradas na abordagem do equilíbrio reputacional não formariam um colateral que de fato protegesse o mutuante.

Nessa perspectiva diferenciada, Bulow e Rogoff (1989) constróem uma teoria segundo a qual, para sobrevivência do mercado internacional de crédito, faz-se mister que os credores disponham de direitos políticos que lhes permitam ameaçar os interesses dos devedores fora de suas relações creditícias. Em contraposição aos argumentos enumerados na subseção anterior, portanto, a exclusão do mercado de crédito não resolveria o problema do inadimplemento voluntário. Um colateral alternativo, escrevem aqueles autores, poderia ser o estabelecimento de direitos legais que levassem os credores a impedir o comércio internacional do país inadimplente ou a arrestar ativos pertencentes ao devedor localizados fora de suas fronteiras.

Para chegar às supracitadas proposições, Bulow e Rogoff (1989) comparam os benefícios de duas estratégias - pagar ou repudiar<sup>24</sup> - em uma economia dotada de contratos de seguro contra perdas de consumo, cujos prêmios devem ser pagos antecipadamente - contratos tipo *cash-in-advance*. Admitindo que o devedor faltoso tem acesso a esse contrato na qualidade de segurado e também que as seguradoras de fato honram as apólices, os citados autores recorrem à condição de não arbitragem para demonstrar que o equilíbrio reputacional não seria sustentável, bem como que haveria estados da natureza em que o *default* aconteceria com certeza<sup>25</sup>. Na interpretação de Drazen (2000), existiriam estados da natureza suficientemente bons, nos quais o devedor

---

<sup>24</sup> Estritamente neste ponto, a teoria de Bulow e Rogoff (1989) não se distancia das teorias que defendem a sustentabilidade do equilíbrio reputacional.

<sup>25</sup> Ver também Eaton e Fernandez (1995). Para estes, porém, são irrealistas duas hipóteses sobre as quais Bulow e Rogoff (1989) constróem sua teoria: (i) o acesso aos contratos de seguro contra perdas de

entraria em default e, ao mesmo tempo, utilizaria os recursos expropriados para contratar o seguro *cash-in-advance*.

Rosenthal (1991) também questiona a sustentabilidade do equilíbrio reputacional. Ao contrário de Bulow e Rogoff (1989), em cuja teoria um devedor inadimplente perde acesso ao mercado internacional de crédito apenas na qualidade de mutuante, Rosenthal (1991) veda por completo o acesso ao mercado de crédito, tanto na condição de mutuário quanto na de mutuante. O fato de as hipóteses simplificadoras serem diferentes não impede que as conclusões das duas pesquisas sejam semelhantes: sozinhas, as garantias reputacionais não sustentam o mercado internacional de crédito<sup>26</sup>.

Cole e Kehoe (1996) notam que, mesmo questionando a validade do equilíbrio reputacional, Bulow e Rogoff (1989) reconhecem que esse conceito não estaria necessariamente morto. Precisamente, uma vez que os países se envolvem em uma variedade de inter-relações, a reputação poderia dar suporte ao endividamento, mesmo sob a hipótese de existência dos aludidos contratos *cash-in-advance*. Para tanto, a análise deveria ser expandida, saindo do contexto de equilíbrio parcial - onde a dívida é tratada isoladamente - para o contexto de equilíbrio geral - onde todas as relações sejam consideradas.

Partindo então da conjectura de Bulow e Rogoff (1989), Cole e Kehoe (1996) trabalham com um modelo onde um comportamento indevido do país na área creditícia leva à perda de reputação em outras áreas. A principal conclusão alcançada diz que, em caso de relações repetidas (com benefícios constantes a cada período) a conjectura acima poderia valer. Por outro lado, em relações dinâmicas (com benefícios dependentes de variáveis de estado), uma vez mais o equilíbrio reputacional poderia não valer.

---

consumo; e (ii) o comprometimento do segurador em sempre resgatar a apólice de seguro, pois o contrato reputacional seria cumprido somente quando a economia soberana fosse credora.

<sup>26</sup> A imposição de que a taxa de desconto intertemporal seja superior à taxa de retorno no mercado de crédito é chave para explicar os resultados de Rosenthal (1991). Neste contexto, o agente valoriza mais o consumo presente do que o consumo futuro e, portanto, dispõe de mais incentivos para entrar em *default*.

### 3. Considerações Finais

Neste artigo, procurou-se fazer um levantamento, ainda que parcial, do estado da arte no que se refere à análise dos incentivos que movem os agentes econômicos em suas transações no mercado internacional de crédito. Em um primeiro momento, a questão foi considerada sob a perspectiva dos ofertantes e, posteriormente, sob a dos demandantes de recursos.

Ao se analisar a oferta, conclui-se que os argumentos apresentados pela literatura para justificar a opção dos investidores internacionais por economias que não as suas, de uma forma ou de outra, ligam-se à busca de um maior retorno (uma visão formalizada por Keynes, por intermédio das condições de paridade de juros) e/ou à busca por diversificação da carteira de investimentos (uma visão formalizada por Markowitz, por intermédio do modelo média-variância). Em ambas as situações, entretanto, pode-se dizer que os capitalistas estariam à procura da suavização do consumo. Identicamente, o argumento por excelência para justificar o recebimento de capitais estrangeiro é suavização do consumo. Nesse sentido, prevaleceria a noção clássica de que, por si só, um retorno do capital superior ao custo justificaria o endividamento externo das economias.

Dada a inexistência (ou ineficácia) de mecanismos jurídicos coercitivos, faz-se mister identificar sob que condições fica garantida a existência de um equilíbrio não trivial no mercado internacional de crédito. Neste sentido, foi examinada a literatura que defende a validade do equilíbrio reputacional, bem como aquela onde prevalece a noção de que o equilíbrio reputacional não é sustentável. Grosso modo, conclui-se que a questão permanece em aberto.

Conforme ficou estabelecido na introdução, não se tinha a pretensão de cobrir toda a literatura que trata dos fluxos de capitais internacionais, nem mesmo a que trata dos tópicos aqui explorados. Posto isso, entende-se que possíveis extensões do trabalho poderiam se dar por intermédio da análise da literatura que estuda o fenômeno dos fluxos de capitais em outras perspectivas, como as proporcionadas pelas teorias das finanças corporativas e do apreçamento de ativos.



## Referências

- Aliber, R. Z. (1973), "The Interest Parity Theorem: A Reinterpretation", *Journal of Political Economy*, 81, 1451-9.
- Araújo, C. H. V. (2000), "Movimentos de Capitais – O Financiamento Externo à Economia Brasileira: 1991-1998", Tese de Doutorado, Escola de Pós-Graduação em Economia, da Fundação Getulio Vargas.
- Atkenson, A. (1991), "International Lending with Moral Hazard and Risk Repudiation", *Econometrica*, Vol. 59, 1069-1090.
- Bulow, J. e K. Rogoff (1989), "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?", *American Economic Review*, Março, 43-50
- Buiter, W. H. (1983), "Implications for the Adjustment Process of International Asset Risk: Exchange Controls, Intervention and Policy Risk, and Sovereign Risk, em R. G. Hawkins, R. M. Levich e C. G. Wihlborg (Eds.), *The Internationalization of Financial Markets and National Economic Policy*, Jai Press Inc.
- Chowdhry, B. (1991), "What is Different about International Lending?", *Review of Financial Studies*, Vol. 4, n.<sup>o</sup> 1, 121-148
- Claessens, S., M. Dooley e A. Warner (1995), "Portfolio Flows: Hot or Cold?" *The World Bank Economic Review*, Vol. n.<sup>o</sup> 1, January, 153-174.
- Cole, H. L. e W. B. English (1995), "Direct Investment: A Doubtful Alternative to International Debt", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 16, n.<sup>o</sup> 1
- Cole, H. L., J. Dow e W. B. English (1995), "Default, Settlement, and Signaling: Lending Resumption in a Reputational Model of Sovereign Debt", *International Economic Review*, Vol. 36, n.<sup>o</sup> 2, 365-385
- Cole, H. L. e P. J. Kehoe (1996) "Reputation Spillover Across Relationships: Reviving Reputation Models of Debt", *National Bureau of Economic Research Working Paper* n.<sup>o</sup> 5486
- Cole, H. e M. Obstfeld (1991), "Commodity Trade and International Risk Sharing: How Much Do Financial Markets Matter?", *Journal of Monetary Economics*
- Dooley, M. P. e P. Isard (1980), "Capital Controls, Political Risk and Deviation from Interest-Rate Parity", *Journal of Political Economy*, 88, 70-84
- Drazen, A. M. (2000), "Political Economy in Macroeconomics", Princeton University Press
- Eaton, J. e M. Gersovitz (1980), "LDC participation in International Financial Markets: Debt and Reserves", *Journal of Development Economics*, Vol. 7, n.<sup>o</sup> 1, 3-21
- Eaton, J. e M. Gersovitz (1981), "Poor-Country Borrowing in Private Financial Markets and the Repudiation Issue", *Princeton Studies in International Finance*, n.<sup>o</sup> 47, Julho

- Eaton, J. e M. Gersovitz (1983), “Country Risk: Economic Aspects”, Yale University, Economic Growth Center, Center Paper n.º 349
- Eaton, J., M. Gersovitz e J. Stiglitz (1986), “The Pure Theory of Country Risk”, *European Economic Review*, Vol. 30, n.º 3, 481-513
- Eaton, J e R. Fernandez (1995), “Sovereign Debt”, National Bureau of Economic Research Working Paper n.º 5131
- Edwards, S. (1984), “LDC Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation, 1976-1980, *American Economic Review*, n.º 4, 726-734
- Edwards, S. (1986), “The Pricing of Bonds and Banks Loans in International Markets”, *European Economic Review*, Vol. 30, n.º 3, 565-589
- English, W. (1996) “Understanding the Costs of Sovereign Default: American State Debts in the 1840’s”, *American Economic Review*, 259-275.
- Evans, J. L. e S. H. Archer (1968), “Diversification and the Reduction of Dispersion: An Empirical Analysis”, *Journal of Finance*, Dezembro, 761-767
- Fafchamps, M. (1996), “Sovereign Debt, Structural Adjustment, and Conditionality”, *Journal of Development Economics*, Vol. 50, n.º 2, 313-335
- Feder, G. e K. Ross (1982), “Risk Assesments e Risk Premiums in the Eurodollar Market”, *Journal of Finance*, Vol. 37, 679-691
- Francis, J. C. (1986), “Investments: Analysis and Management”, 4.ª edição, McGraw-Hill
- Frankel, J. A. (1979), “The Diversifiability of Exchange Risk”, *Journal of International Economics*
- Frankel, J. A. (1995), “Monetary Regime Choice for a Semi-Open Country”, em Sebastian Edwards, editor, *Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy*, Cambridge University Press
- Garcia, M.G.P. e A. Barcinski (1996), “Capital Flows to Brazil in Nineties: Macroeconomic Aspects and the Effectiveness of Capital Controls”, *Texto para Discussão n.º 357*, Departamento de Economia, PUC-RJ
- Golub, S. S. (1990), “International Diversification of Social and Private Risk: The U. S. and Japan”, Yale Cowles Foundation Discussion Paper n.º 955.
- Grauer, R. R. e N. H. Hakansson (1987), “Gains from International Diversification: 1968-85 Returns on Portfolios of Stocks and Bonds, *Journal of Finance*, Vol. 42, n.º 3, Julho
- Grauer, R. R. e N. H. Hakansson (1986), “A Half Century of Returns on Levered and Unlevered Portfolios of Stocks, Bonds, and Bills, with and without Small Stocks”, *Journal of Business*, Vol. 59, n.º 2, Parte 1, Abril, 287-318
- Grossman, H. I. e J. B. van Huyck (1988), “Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excludable Default, Repudiation, and Reputation”, *American Economic Review*, Vol. 78, n.º 5, 1088-1097

- Grossman, H. I. e T. Han (1997), “Sovereign Debt and Consumption Smoothing”, National Bureau of Economic Research Working Paper n.<sup>o</sup> 5997
- Grubel, H. G. (1968), “Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows”, American Economic Review, Dezembro, 1299-1314
- Hermalin, B. E. e A. K. Rose (1999), “Risks Lenders and Borrowers in International Capital Markets”, National Bureau of Economic Research Working Paper n.<sup>o</sup> 6886
- Huang, C. e R. H. Litzemberger (1988), “Foundations for Financial Economics”, North-Holland
- Isard, P. (1995), “Exchange Rate Economics”, Cambridge Surveys of Economic Literature, Cambridge University Press.
- Jeanne, O. (2000), "Sovereign Debt Crises and the Global Financial Architecture", artigo não publicado
- Kletzer, K. M. (1984), “Asymetries of Information and LDC Borrowing with Sovereign Risk”, The Economic Journal, Junho, 287-307
- Levy, H. e M. Sarnat (1970), “International Diversification of Investment Portfolios”, American Economic Review, Vol. 60, n.<sup>o</sup> 4, 668-675
- Lucas, R. (1990), “Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?”, American Economic Review Papers and Proceedings, Vol. 80, n.<sup>o</sup> 2, Maio
- Merton, R. (1973), “An Intertemporal Capital Asset Pricing Model”, Econometrica, Vol. 41, Setembro, 867-887
- Obstfeld, M. e K. Rogoff (1996), “Foundations of International Macroeconomics”, MIT Press, Cambridge, Massachusetts
- Rosenthal, R. W. (1991), “On the Incentives Associated with Sovereign Debt”, Journal of International Economics, Vol. 30, n.<sup>o</sup> ½, 167-176
- Simonsen, M. H. (1983), "Dinâmica Macroeconômica", McGraw-Hill do Brasil, São Paulo
- Solnik, B. H. (1974), “An Equilibrium Model of the International Capital Market”, Journal of Economic Theory, Vol. 8, n.<sup>o</sup> 4, Agosto, 500-524
- Statman, M. (1990), “How Many Stocks Make a Diversified Portfólio?”, em D. H. Miller e S. C. Myers (editores), Frontiers of Finance, Basil Blackwell, 468-480
- Van Wincoop, E. (1999), “How Big Are Potential Welfare Gains from International Risksharing? Journal of International Economics, Vol. 47, n.<sup>o</sup> 1, Fevereiro, 109-135