

## **1. Dívida soberana e o diagnóstico do sistema financeiro internacional na década de 90**

### **1.1. Introdução**

A frequência, recorrência e intensidade das crises da década de 90 levaram à conclusão de que existe algo de errado no funcionamento do sistema financeiro internacional. Particularmente o FMI, principal instituição desse sistema, tem sofrido uma série de críticas quanto à sua atuação e interferência nas recentes crises. Os custos para os países devedores têm sido elevados, assim como foram elevados os pacotes de ajuda provenientes, em última instância, dos países avançados. A crise do México de 95 marcou o início de uma série de outras que se abateram sobre os países emergentes. O financiamento oficial concedido àquele país totalizou cerca de US\$ 48,8 bilhões. Montantes semelhantes foram desembolsados nas crises subsequentes. Na crise asiática de 97: Coreia, US\$ 55 bilhões, Indonésia, US\$ 33 bilhões, e Tailândia, US\$ 17,2 bilhões. A Rússia recebeu de 96 até 98 (quando o FMI surpreendeu os credores, em agosto, ao negar financiamentos adicionais) cerca de US\$ 22,6 bilhões. O Brasil realizou um acordo de empréstimos no valor de aproximadamente US\$ 41,6 bilhões na crise de 98/99. Mais recentemente, a Argentina obteve cerca de US\$ 21,6 bilhões do FMI com o objetivo, frustrado, de evitar a grave crise econômica que se instaurou a partir de fins de 2001. Em setembro de 2002, o Brasil foi objeto do maior programa da história do Fundo, no valor de US\$ 30,4 bilhões. Os custos para os países de tais crises também foram bastante elevados, como mostra a Tabela 2.

Tabela 1	Empréstimos concedidos por IFIs, outros organismos oficiais e governos dos países desenvolvidos	Empréstimos do FMI
	US\$ bilhões	US\$ bilhões
México (1995)	48,8	17,8
Coréia (1997)	55	21
Tailândia (1997)	17,2	3,9
Indonésia (1997)	33	10,1
Rússia (1996-98)	22,6	11,2
Brasil (1998/99)	41,6	18,1
Turquia (2000)	13,8	10,4
Argentina (2001)	22	13,7
Brasil (2002)	30,4	30,4

Fonte: Kamin (2002) e FMI (diversos relatórios).

Tabela 2	Variação no primeiro ano após a crise para indicadores selecionados	
	PIB (%)	Inflação (p.p. em relação ao ano anterior)
México (1995)	-6,2	28
Coréia (1997)	-6,7	2,9
Tailândia (1997)	-10,5	2,5
Indonésia (1997)	-13,1	51,8
Rússia (1998)	-4,9	57,9
Brasil (1998/99)	0,8	7,2
Turquia (2000)	-7,5	-0,3
Argentina (2001)	-11	27

Fonte: World Economic Outlook (abril de 2003), FMI.

Impulsionado por esses eventos, desenvolveu-se um corpo analítico, em franca expansão, que procura identificar os problemas presentes no sistema financeiro internacional e propor uma reorganização do mesmo para corrigir tais falhas<sup>1</sup>. Um dos elementos essenciais desse diagnóstico é a hipótese de que o

<sup>1</sup> A crise do México em 94/95 detonou uma série de esforços com vistas a reformular o sistema. Entre esses, destaca-se a chamada Comissão “Meltzer” do Congresso dos EUA e as comissões criadas pelo FMI. As propostas têm ganhado corpo, sendo que muitas já foram incorporadas às

FMI, em conjunto com as demais instituições financeiras oficiais e governos dos países avançados, estaria induzindo um problema de *moral hazard* no mercado de empréstimos internacional em virtude de sua política de “socorro” a países em crise. O fato que os agentes antecipam esse “socorro” estaria levando a distorções no comportamento dos investidores e dos países emergentes. Por um lado, os investidores estariam recebendo uma espécie de garantia para seus investimentos, o que os levaria a assumir riscos excessivos em seus empréstimos, monitorar de maneira insuficiente os países e discriminar pouco os países em função de suas condições econômicas. Por outro lado, os países, protegidos pelo “socorro” no caso de uma crise, estariam adotando políticas econômicas inadequadas e oferecendo eles mesmos garantias de auxílio ao setor privado doméstico na eventualidade de uma crise. O aumento dos empréstimos e a elevação do risco das políticas conduzidas pelos países fazem com que a frequência das crises aumente, sua intensidade seja majorada e sua resolução torne-se mais difícil. O objetivo desse trabalho é realizar uma avaliação da relevância empírica da hipótese de *moral hazard*. Seguiremos a metodologia de teste desenvolvida por Dell’Ariccia et ali (2002) e a aplicaremos ao estudo da crise da Argentina de 2001. Resumidamente, o teste consiste em se estimar separadamente uma equação para os *spreads* dos títulos dos países emergentes para o período anterior e para o período posterior à crise e analisar o comportamento dos parâmetros dessa equação com base nas implicações testáveis da hipótese de *moral hazard*.

O trabalho está organizado da seguinte maneira: no presente capítulo apresentaremos brevemente as principais questões relativas à dívida soberana tratadas pela literatura teórica, com o intuito de colocar sob a perspectiva correta o diagnóstico e a interpretação dos problemas do sistema financeiro internacional. O Capítulo 2 apresenta de maneira detalhada quais são as implicações testáveis da hipótese de *moral hazard*. Para tanto, apresentamos o modelo teórico de Dell’Ariccia et ali (2002) e uma versão modificada do modelo de Spiegel (2001). A seguir analisamos se o comportamento dos *spreads* em resposta à crise Argentina de 2001 provê evidência contrária ou favorável à hipótese de *moral hazard*.

---

políticas do Fundo, e se espera uma reorganização mais profunda do sistema num futuro não muito distante. Nesse quadro é importante que os países em desenvolvimento tomem uma posição no debate, pois as implicações sobre os custos de financiamento e o crescimento do produto de muitas das propostas para reorganizar o sistema são bastante significativas.

Especificamente, o objetivo desse capítulo é expor os problemas apontados pela literatura no funcionamento do mercado de dívidas soberanas, ou mais apropriadamente, as distorções e falhas desse mercado. A análise, assim como no restante deste trabalho, concentra-se no atual diagnóstico, deixando em segundo plano as propostas direcionadas para a resolução dos problemas apontados. Também não nos preocuparemos com os fluxos de capitais privados ou com outras porções do sistema, como, por exemplo, a questão da regulação bancária, a não ser na medida em que sejam relevantes diretamente para a análise dos empréstimos soberanos. O foco no mercado de dívidas soberanas justifica-se pelo fato de os demais empréstimos também estarem sujeitos ao arbítrio do soberano: o país pode impor controles de capitais, conceder garantias explícitas ou implícitas às dívidas, transformar obrigações privadas em estatais, criar tributos, enfim, colocar restrições que impeçam o cumprimento dos contratos privados, caso o governo entenda que o bem estar do país será maior do que seria se tais contratos fossem cumpridos integralmente (o que pode significar evitar a falência de empresas nacionais ou “socorrer” o sistema bancário)<sup>2</sup>. A primeira e a segunda seções do presente capítulo analisam, respectivamente, as principais características do mercado de dívida soberana e o diagnóstico dos problemas existentes na configuração atual do sistema financeiro internacional.

## 1.2. Dívida Soberana

Para colocar na perspectiva correta o atual diagnóstico dos problemas existentes no mercado internacional de capitais, devemos dar um passo atrás para estudar as peculiaridades que caracterizam o mercado de dívidas soberanas. Não podemos subestimar a importância desse ponto: tanto a identificação dos problemas desse mercado, quanto a proposição de soluções para os mesmos, devem levar em consideração o fato de esse ser um mercado com falhas e

---

<sup>2</sup> Tirole (2002) página 82 sustenta esse argumento. Em sua análise, o autor destaca os problemas relacionados à possibilidade de interferência do governo nos contratos privados, direta ou indiretamente. Isto reforça nossa abordagem.

distorções inerentes. Assim, a constatação de que existe um problema de *moral hazard* não é por si só suficiente para justificar medidas para diminuir os incentivos que levam a esse comportamento. É possível que a existência de algum *moral hazard* seja parte integrante de um contrato ótimo quando levamos em conta as demais falhas do mercado. Por isso, apesar de ser desejável diminuir o *moral hazard*, é preciso fazê-lo tendo em vista os demais objetivos do sistema financeiro internacional. Um exemplo disso são as propostas para diminuir os custos de renegociação das dívidas dos países em crise. Certamente, para a eventualidade de ocorrência de uma crise, essa medida representaria um ganho em termos de eficiência nesse mercado, mantidas constantes as demais condições do contrato de empréstimo (ou seja, *ex post* a medida traz um ganho em termos de eficiência). Entretanto, como discutiremos mais tarde, a existência de uma punição ao país no evento de não pagamento das dívidas é condição necessária para que exista um contrato com empréstimo positivo entre o soberano e seus credores.

Ausentes imperfeições de mercado, ou mais especificamente, em um contexto de concorrência perfeita, com informação completa e perfeita imposição dos contratos, um país, na medida em que está sujeito a flutuações de seu produto em decorrência da aleatoriedade do retorno dos investimentos e de eventos exógenos, seria capaz de distribuir tal risco com os demais países e mesmo, se representar uma pequena porção do produto global, anular por completo a incerteza em relação ao seu consumo (ou seja, adquirir um seguro total) e distribuir de forma ótima seu consumo ao longo do tempo (possivelmente levando a um consumo constante em todos os períodos e em todos os estados)<sup>3</sup>. Não é preciso dizer que essa não é uma representação adequada do mercado internacional de capitais. Nessa seção, procuraremos destacar quais são as particularidades desse mercado que o distanciam desse modelo referencial através de uma breve revisão da literatura que originalmente destacou tais peculiaridades.

Os problemas apontados nos mercados de dívidas soberanas fazem parte dos problemas do mercado de crédito em geral, cujas referências clássicas são os artigos de Akerloft (1970) e Stiglitz e Weiss (1981). Os artigos referentes

---

<sup>3</sup> Veja o Cap. 5 de Obstfeld e Rogoff (1995) para uma apresentação do modelo de contratos completos no mercado internacional (modelo de equilíbrio geral de Arrow-Debreu com mercados de ativos completos).

especificamente ao mercado de dívidas soberanas procuraram destacar como tais mercados intensificam e colocam novos problemas em relação aos presentes nos mercados domésticos de crédito.

De forma geral, podemos apontar quatro características peculiares ao mercado de dívidas soberanas:

- (i) Possibilidade de repudiar a dívida. Não existe uma autoridade supranacional capaz de obrigar o cumprimento dos contratos internacionais, o que faz com que promessas de pagamento sejam críveis somente se satisfizerem as restrições de incentivo. Assim, o interesse próprio em pagar é mais importante que a capacidade de pagamento;
- (ii) Não existem ativos que possam servir de colateral em montante significativo. Ao contrário dos empréstimos domésticos, existem poucos ativos aos quais os credores têm acesso no evento de um *default*;
- (iii) A negociação entre credores e devedores é um processo repetido, ao contrário, por exemplo, de uma negociação referente a um processo de falência, melhor representada por um jogo de um único estágio<sup>4</sup>;
- (iv) Assimetria de informação entre credores e devedores, quer quanto ao tipo do devedor, quer quanto à escolha de variáveis sobre o controle do país que afetam o montante disponível para o pagamento (por exemplo, nível de investimento) ou ainda o próprio nível do produto.

Estes problemas têm implicações diversas, desde diminuir o valor dos empréstimos disponíveis (nos dois primeiros casos), até impossibilitar a formulação de contratos contingentes (no último caso). Deixando de lado, por ora, a possibilidade de não verificabilidade do nível de produto, o contrato de dívida é entendido em larga medida pela literatura como um contrato implicitamente contingente, como originalmente sustentaram Grossman e Van Huyck (1988). Assim, apesar de formalmente o contrato especificar um pagamento independente, por exemplo, do nível de produto, considera-se que os credores diferenciam um *default* estratégico de um “aceitável”, ou seja, tratam os contratos como se fossem

---

<sup>4</sup> Este ponto é destacado por Bulow e Rogoff (1989a).

contingentes. A questão que os artigos procuram responder é como, então, é possível que esse mercado sustente empréstimos positivos. Duas abordagens foram empregadas, sendo que ambas equivalem a admitir que os credores podem adquirir do país devedor direitos que possuem uma espécie de colateral. A primeira delas concentra-se na possibilidade de os credores interromperem o acesso futuro do país ao mercado de capitais (como veremos, é necessário que essa interrupção se dê não somente em relação aos empréstimos, mas também em relação à possibilidade de aplicação de recursos em ativos externos). Esses modelos são denominados “reputacionais”, uma vez que o país perde acesso ao mercado se comprometer sua reputação ao deixar de efetuar um pagamento devido. A segunda abordagem enfoca a possibilidade de os credores afetarem o comércio de bens e serviços do país, impossibilitando-o de desfrutar dos ganhos do comércio internacional. Essas sanções comerciais podem ser fixadas *ex ante* ou negociadas *ex post* (como no modelo de Bulow e Rogoff de 1989a). As duas abordagens são maneiras diferentes de modelar sanções: a primeira em relação ao comércio intertemporal (reputacional) e a segunda em relação ao comércio intratemporal (sanções comerciais, principalmente). Entretanto, enquanto a primeira é tratada como uma sanção cujo valor é endógeno, a segunda é geralmente considerada exógena (mas, como o fazem Bulow e Rogoff (1989a), é possível endogeneizá-la). Passaremos a seguir a uma breve apresentação das contribuições mais relevantes da literatura, começando pelo artigo pioneiro de Eaton e Gersovitz (1981).

O objetivo de Eaton e Gersovitz (1981) é estudar teoricamente e empiricamente o que determina o montante de empréstimos realizado por um país que possivelmente enfrenta restrições de crédito. A principal peculiaridade destacada nos empréstimos para soberanos é que existe a possibilidade de o país repudiar sua dívida ao mesmo tempo em que mantém controle sobre seus ativos (o que não ocorre no processo de falência de uma empresa, por exemplo). A forma como os credores garantem pagamentos positivos é através da ameaça de não concederem empréstimos no futuro. A variabilidade temporal do produto do país faz com que seja de seu interesse realizar empréstimos para que o consumo seja distribuído de forma mais estável ao longo do tempo (conforme prevê o modelo padrão de maximização intertemporal). O modelo básico é do tipo reputacional (apesar de ser também introduzida uma penalidade exógena), com informação

completa, no qual um país avesso ao risco e sujeito a um fluxo de produto variável deseja maximizar a utilidade de um agente representativo, em um horizonte infinito. Os credores são neutros ao risco e agem competitivamente. Vale notar que o contrato não é contingente à realização do produto. Eaton e Gersovitz também apontam para o resultado, mais tarde demonstrado por Bulow e Rogoff (1989b), que caso o país mantivesse a possibilidade de realizar aplicações após um *default*, isso poderia fazer com que o montante de empréstimos concedido fosse igual a zero. Os autores apresentam, então, conclusões em relação a características do país que afetam a oferta de empréstimos (taxa de crescimento do produto, variância do produto ao redor de sua tendência, coeficiente de aversão ao risco e valor da sanção exógena), passando posteriormente à estimação de um modelo com variáveis truncadas (a dívida observada é o mínimo entre a oferta e a demanda de empréstimos) para verificar se o racionamento de crédito é uma característica importante do mercado internacional de capitais. Em suma, Eaton e Gersovitz utilizam o argumento reputacional para explicar a existência de empréstimos positivos entre países numa situação de risco de repúdio da dívida, mas mantêm a hipótese de que os contratos não são do tipo estado-contingentes.

A idéia de que os contratos de dívida são implicitamente contingentes foi exposta por Grossman e Van Huyck (1988). O funcionamento dos contratos de dívida como obrigações implicitamente contingentes possibilita aos países deslocarem para os credores o risco associado a eventos verificáveis (assumindo que o país represente uma pequena porção da economia mundial). O motivo pelo qual o país deseja tomar empréstimos é financiar seus investimentos, uma vez que os autores desconsideram a poupança e o endividamento com o objetivo de distribuir temporalmente o consumo. A possibilidade de repúdio da dívida torna necessário que o contrato satisfaça uma restrição de incentivo, de forma que o país sempre prefira pagar a dívida. A impossibilidade de o país comprometer-se com um esquema de pagamento cria distorções no mercado, podendo reduzir o investimento e a distribuição do risco, ou seja, afastar o equilíbrio do mercado de seu *first best*. Portanto, essas distorções do mercado possivelmente levam a um volume de fluxos de capitais para os países em desenvolvimento inferior ao ótimo. Assim, o modelo de Grossman e Van Huyck avançou em relação ao modelo de Eaton e Gersovitz ao incorporar a explicação de que os contratos de dívida



deveriam ser entendidos como contratos contingentes e ao evidenciar a condição de *second best* do equilíbrio desse mercado.

Em marcante contraste, Bulow e Rogoff (1989b) contestam a abordagem da “reputação”. Seu resultado aplica-se ao mercado de crédito em geral contrapondo-se aos muitos modelos que consideram a manutenção da reputação como o principal motivo pelo qual os agentes pagam suas dívidas. O modelo estabelece condições razoavelmente gerais sob as quais a ameaça de perda da reputação não é suficiente para sustentar o mercado, fazendo com que a possibilidade dos credores aplicarem sanções ao país passe a ser a principal explicação para a existência de um mercado de dívida. Tendo em vista a importância do resultado, é necessário especificar claramente as hipóteses que levam a essa proposição: (i) país pequeno; (ii) investidores neutros ao risco (esta hipótese não é crucial); (iii) escolhas do país representadas por uma função de utilidade (que somente deve obedecer ao princípio da não saciedade); (iv) um único bem é produzido e consumido; (v) o país pode perder acesso a empréstimos futuros, mas mantém a possibilidade de realizar aplicações no exterior (esta é uma das hipóteses fundamentais). Outra hipótese crucial é que o país seja capaz de aplicar num *portfolio* que possa ser indexado às mesmas variáveis do contrato de dívida estado-contingente. Por último, é necessário que se suponha que os credores possam comprometer-se a implementar a punição ao país (esta hipótese não é explicitada pelos autores). Com base nessas hipóteses, o resultado é que não existe um nível de empréstimos positivo nesse mercado quando a única punição que pode ser imposta ao país é sua perda da capacidade de realizar empréstimos no futuro. Ademais, quando os credores têm o direito de aplicar sanções sobre o país (comerciais, por exemplo), empréstimos positivos são sustentáveis, mas somente com base nessas sanções. O resultado não se aplica, entretanto, se os credores não puderem monitorar perfeitamente as decisões do país, como assinalam os autores. Suponha que a distribuição do produto possa ser afetada pelo país (investimento, por exemplo). Nesse caso, o histórico do país serviria para que os credores pudessem inferir qual foi sua escolha no passado e nortear sua expectativa para essa escolha nos períodos futuros. Um *default* poderia levá-los a reavaliar suas crenças, deteriorando as condições que os mesmos oferecem para aplicações feitas pelo país devedor. Segundo os autores, esse modelo mostra que os argumentos por trás da afirmação de que os países devem evitar renegociar

suas dívidas em virtude do custo que isso representa em termos da perda de sua reputação são, afinal, uma questão empírica, ou seja, em que medida as hipóteses acima representam adequadamente o mercado de dívida, pois não é certo que a assertiva referida seja válida. Uma qualificação importante em relação a esse resultado é feita por Keltzer (1994), que assinala a necessidade da hipótese de que os credores possam comprometer-se (apontada acima). Caso credores e devedores sejam tratados simetricamente, Keltzer prova a existência de estratégias de punição que sustentam o equilíbrio reputacional (ou seja, existe um nível de empréstimos positivo sem que existam sanções diretas), as quais inclusive Pareto-dominam o mecanismo de punição de “gatilho”, no qual as partes jogam o equilíbrio de Nash em cada período subsequente ao desvio (o *default* nesse caso)<sup>5,6</sup>.

A intuição do resultado (mantendo, naturalmente, todas as hipóteses subjacentes) fica clara quando analisamos um problema de um indivíduo cuja renda flutua ou está sujeita a choques aleatórios. Considere um período qualquer no qual um pagamento deva ser realizado. Para que o indivíduo tenha interesse em pagar devido à ameaça de perder sua reputação (perda do acesso a empréstimos no futuro), é necessário que o valor presente dos empréstimos que ele possa tomar no futuro seja maior do que o montante a ser pago. Caso contrário, o indivíduo faria melhor se poupasse o valor devido. Claramente, se isso deve valer para todos os períodos, então o indivíduo está endividando-se cada vez mais, o que caracteriza um esquema do tipo Ponzi: no futuro distante a dívida do indivíduo deve ser positiva em valor presente. Então, existe um momento no qual o indivíduo não pagará a sua dívida, ou seja, não existem empréstimos positivos sustentados apenas pela ameaça de perda da reputação. Esse exemplo mostra porque a oportunidade de poupar elimina a possibilidade de que o interesse em manter a reputação sustente empréstimos positivos. Passaremos a seguir a um modelo que procura explicar por que as dívidas soberanas são constantemente renegociadas e no qual o elemento que sustenta o mercado é a possibilidade de aplicação de sanções.

---

<sup>5</sup> A punição de “gatilho” é analisada por Bulow e Rogoff (1989b).

<sup>6</sup> De fato, os teoremas de *Folk* nos dizem que, desde que os jogadores sejam suficientemente pacientes, qualquer estrutura de *payoffs* racional e factível pode ser sustentada num equilíbrio. Veja, Fudenberg e Tirole (1995), pg. 150-160.

Bulow e Rogoff (1989a), explorando a característica implícita de estado-contingência dos contratos de empréstimos, buscam explicar a constante renegociação das dívidas soberanas observada historicamente. Ao invés de considerarem que os credores podem comprometer-se de forma crível a impor a sanção (na forma de uma interrupção do comércio externo cujo custo é uma função conhecida do produto), o modelo determina endogenamente como se dará a punição no evento de um *default*, isto é, ele relaxa a hipótese de que os credores podem se comprometer a impor a sanção e analisa quais são as estratégias perfeitas em subjogos resultantes. Assim, em cada período, existe uma barganha referente ao montante que o país deve pagar, em troca da não imposição de sanções em todos os períodos subseqüentes (naturalmente, isso supõe que os credores podem comprometer-se a não impor tais sanções). Isto elimina a imposição de punições ineficientes, as quais eram possíveis no modelo de Eaton e Gersovitz, por exemplo. Tratando o problema num contexto intertemporal, é necessária uma hipótese simplificadora para permitir uma resolução explícita do modelo: especificamente, que tanto devedores como credores são neutros ao risco.

Fazendo referência ao artigo de Bulow e Rogoff (1989b), os autores defendem sua forma de modelar as relações entre soberanos e seus credores com base na possibilidade dos últimos imporem sanções ao país na forma principalmente, mas não exclusivamente, da interrupção de seu comércio internacional. O modelo em horizonte finito é análogo àquele solucionado em Rubinstein (1982): as partes alternam as ofertas, sendo que cada oferta especifica quanto os credores receberão em troca de não imporem sanções ao país. Caso a oferta seja aceita, a troca é consubstanciada; do contrário, o outro jogador faz uma contra-oferta. O problema resume-se, entretanto, a uma barganha em um período: quanto o país deve pagar para poder negociar livremente seu produto no mercado internacional. Para garantir que os devedores devem pagar alguma coisa para evitar as sanções, os autores admitem que no evento de um *default* os credores conseguem, ainda assim, obter um pequeno ganho. O equilíbrio perfeito em subjogos caracteriza-se por estratégias que levam à resolução da barganha na primeira oferta. A taxa de impaciência das partes e seus custos de oportunidade determinarão o valor que os credores receberão. O valor máximo do empréstimo concedido ao país será, então, igual ao valor presente do fluxo futuro dos pagamentos resultantes do processo de barganha em cada período.

Os autores também consideram por que os contratos são do tipo não contingentes (dívida). Dois argumentos são levantados: (i) caso os investidores adquirissem ações (um exemplo de um contrato contingente – atitudes semelhantes podem ser tomadas com relação a outros contratos contingentes) o país poderia diminuir os pagamentos através de mudanças nas regras de repatriação dos dividendos; (ii) o nível do produto, apesar de ser observável, não pode ser verificado e, portanto, não existe como formular um contrato contingente que possa ser imposto por uma terceira parte.

Observação interessante é feita por Keltzer (1994) quanto ao modelo de Bulow e Rogoff (1989a). A capacidade de impor sanções é independente da existência de um contrato de dívida. De fato, se essas sanções podem ser impostas, são os governos dos países avançados que detêm direitos sobre elas. Esses países poderiam explorar esse direito obrigando o país devedor a realizar pagamentos para evitar tais sanções (isso equivale a uma espécie de monopólio no comércio exterior do país devedor). O modelo de Bulow e Rogoff descreve uma situação na qual os países credores doaram o direito de impor sanções para os países devedores e esses últimos os vendem aos credores privados. A questão de por que as sanções serão impostas ao arbítrio dos credores privados por meio de seus governos e não são exploradas pelos últimos deve ser respondida. Provavelmente, outros residentes dos países credores perderão com a interrupção do comércio. Assim, não está claro qual é o mecanismo que garante que essas sanções serão impostas, tendo em vista que anteriormente o governo do país credor não tinha interesse em explorá-las. Keltzer está de fato questionando se o modelo mencionado é apropriado para caracterizar um contrato de dívida.

Argumentamos acima que uma compreensão dos problemas relacionados ao mercado de empréstimos soberanos era essencial para se ter uma perspectiva adequada do diagnóstico atual em relação aos problemas da estrutura do sistema financeiro internacional, principalmente no que diz respeito à atuação das instituições oficiais de crédito. A breve exposição de uma pequena porção da literatura referente à dívida soberana nos permite assinalar as principais características desse mercado: (i) possibilidade de repúdio da dívida; (ii) necessidade de alguma forma de sanção direta que desempenhe o papel de colateral; (iii) constante renegociação dos contratos devido à sua característica implícita de um contrato contingente. Entretanto, a principal observação em

relação a esse mercado é que ele possui distorções inerentes. Assim sendo, o equilíbrio de mercado é um ótimo restrito, ou seja, não atinge o *first best*. Sabemos que num ótimo restrito a eliminação ou introdução de uma distorção pode levar o equilíbrio do mercado para um ponto mais próximo ou mais distante do *first best*<sup>7</sup>.

A seguir apresentamos o atual diagnóstico dos problemas existentes no sistema financeiro internacional apontado pela literatura, procurando contextualizá-lo, tendo em vista as características do mercado de empréstimos soberanos.

### 1.3. O diagnóstico do sistema financeiro internacional

Nesta seção, apresentaremos o diagnóstico dos problemas existentes no funcionamento do sistema financeiro internacional. Uma avaliação apropriada do sistema compreende identificar as distorções e falhas do mercado que abrem espaço para a intervenção benéfica do governo e estabelecer sua relevância empírica<sup>8</sup>. Nesta seção, preocuparemos-nos com a primeira etapa. O capítulo 3 discutirá a relevância empírica de uma hipótese fundamental que compõe o diagnóstico da situação atual e que tem norteado a maior parte das propostas de reforma do sistema financeiro internacional, especialmente no que diz respeito ao papel das instituições oficiais: o *moral hazard* criado pela política de intervenção na resolução de crises (os chamados “pacotes de socorro”).

Como dissemos acima, a década de 90 foi marcada por um aumento da frequência, intensidade e recorrência das crises relacionadas à reversão abrupta dos fluxos de capitais. Outra característica marcante dessas crises foi o contágio de economias por outras em dificuldades, sem, entretanto, que essas tivessem relações mais profundas entre si que justificassem tal contágio<sup>9</sup>. A partir dessas

---

<sup>7</sup> Veja o Cap. 19 de Mass-Colell et alii (1995).

<sup>8</sup> Essa abordagem é defendida e empregada por Dooley (2000).

<sup>9</sup> O contágio é observado estatisticamente por um aumento em relação a períodos “normais” da correlação entre os preços dos ativos dos países quando a volatilidade dos mercados em questão

crises, diversos autores buscaram identificar os elementos responsáveis pelas mesmas, principalmente no que diz respeito ao funcionamento do mercado internacional de capitais e ao comportamento das instituições oficiais (fundamentalmente o FMI, que ocupa a posição central no sistema). Argumentou-se que os mecanismos preventivos, ou seja, aqueles que deveriam diminuir a frequência das crises, não estavam funcionando a contento ou estavam mesmo sendo responsáveis pelas crises.

O FMI, em conjunto com as demais instituições internacionais e os governos dos países avançados, deveria desempenhar o papel de um prestador de última instância. Contudo, esse mecanismo levava a uma situação de *moral hazard* fazendo com que as crises pudessem ocorrer com maior frequência e gravidade. Por outro lado, observou-se que a interrupção ou reversão dos fluxos de capitais mostrava-se excessivamente onerosa para os países (perda de produto, deterioração das condições fiscais do governo, inflação etc.). Os pacotes de ajuda de elevados montantes representavam transferências dos países avançados para os países devedores e, principalmente, para os investidores, mas não evitavam as crises econômicas sofridas pelos países<sup>10</sup>. Assim, argumentou-se que os mecanismos existentes impunham custos excessivamente elevados aos países com dificuldade de acesso ao mercado de capitais. A seguir, apresentaremos uma visão geral sobre cada um desses pilares que constituem o diagnóstico atual.

A defesa de um prestador de última instância internacional é construída a partir de uma analogia com o sistema financeiro doméstico. A característica fundamental dos intermediários financeiros é o descasamento em relação aos prazos de seu passivo e ativo. Como mostraram Diamond e Dybvig (1983) devido a esse descasamento existem dois equilíbrios possíveis nessa situação: um no qual os depositantes acreditam que os demais não realizarão saques e outro no qual há uma corrida aos depósitos em virtude da crença de que os outros agentes desejam sacar seus recursos. Isso poderia levar um banco solvente a enfrentar uma crise de liquidez, resultando num prejuízo em relação à liquidação antecipada dos ativos. Assim, existem dois equilíbrios, um deles (aquele no qual não ocorre a corrida)

---

eleva-se abruptamente. Os estudos de Rigobon são as principais referências nessa área (veja bibliografia).

<sup>10</sup> O FMI não faz uma transferência direta, mas sim financiamentos com juros. O subsídio implícito nesse financiamento é a diferença entre as taxas de mercado e aquelas cobradas pelo FMI.

Pareto-superior ao outro. Uma forma de eliminar o equilíbrio ruim é a criação de um prestador de última instância que possa interpor-se à crise de liquidez fornecendo empréstimos à instituição que sofre a corrida (ou mais geralmente elevando a liquidez no mercado como um todo<sup>11</sup>). Como lembra Rogoff (1999), os autores do modelo assinalam que o equilíbrio ruim também pode ser eliminado por meio da suspensão temporária do direito de saque dos depósitos. A analogia no quadro internacional surge a partir da observação de que os países emergentes também possuem descasamento dos prazos de seus ativos e passivos, o que os sujeita ao mesmo tipo de equilíbrios múltiplos ou crises auto-realizáveis<sup>12</sup>. Um prestador de última instância internacional eliminaria o equilíbrio ruim diminuindo, dessa maneira, a frequência das crises. Uma série de autores argumentou que as crises observadas recentemente deviam-se a esse tipo de situação (mudança súbita para o equilíbrio ruim) e ao fracasso do FMI em enfrentá-las<sup>13</sup>. Assim sendo, propunham a implementação de mecanismos que criassem de fato um prestador de última instância ao nível internacional<sup>14,15</sup>.

Assim como no caso doméstico, existe um importante efeito colateral negativo: a garantia de que o prestador de última instância auxiliará as instituições financeiras em dificuldades leva as mesmas a formarem um *portfolio* mais arriscado, ao mesmo tempo em que oferecem taxas de retorno sem risco aos depositantes, constituindo-se, assim, um caso de *moral hazard*. No plano doméstico esse problema é minorado através da regulação, fiscalização e leis de falências bancárias, mas tais soluções não têm correspondentes ao nível internacional. Os pacotes de ajuda aos países em dificuldade estariam, portanto,

---

<sup>11</sup> Esse ponto é destacado em Chari e Kehoe (1998).

<sup>12</sup> Fernández-Arias e Hausman (2000b) colocam o descasamento de moedas ou de prazos como uma característica dos países emergentes, fruto da impossibilidade de o país realizar empréstimos de longo prazo em moeda doméstica (o que os autores denominam de “pecado original”).

<sup>13</sup> O argumento central é apresentado em Fischer (1999). A crise Mexicana é o exemplo favorito dos defensores desse argumento, pois a avaliação é que país era solvente e conduzia políticas internas adequadas, mas isso não evitou uma corrida aos seus ativos.

<sup>14</sup> Chari e Kehoe (1998) argumentam que o papel de prestador de última instância de fato já é exercido pelos bancos centrais das nações industrializadas e que essa não é uma função adequada para o FMI.

<sup>15</sup> Fernández-Arias e Hausman (2000b) assinalam como um dos motivos da baixa liquidez dos mercados de dívidas o fato de os países industrializados possuírem regras que impedem grandes investidores institucionais (fundos de pensão, principalmente) de aplicarem em ativos “non-investment grade”.

criando problemas e não soluções devido ao *moral hazard* induzido<sup>16</sup>. O argumento não é exatamente novo (veja Vaubel (1983) para uma exposição pioneira do problema): o constante auxílio financeiro aos países modifica os *payoffs* tanto dos credores como dos devedores nos estados ruins da natureza (desempenho econômico ruim). Isso leva, por um lado, à aplicação de políticas econômicas “arriscadas”, sancionadas pelo fato de os credores diminuírem o monitoramento das condições econômicas do país; esses por sua vez, realizam empréstimos e assumem riscos em excesso. Ademais, o FMI não pode comprometer-se de forma crível a não intervir nas situações de crise em virtude dos elevados custos para os países<sup>17,18</sup>. O resultado é que a expectativa (antecipação) do “socorro” proveniente das instituições financeiras oficiais e dos governos dos países avançados estaria sendo responsável pelo aumento na frequência e intensidade das crises. Vale notar que, diferentemente do caso doméstico, existe um espaço menor para ações que diminuam o *moral hazard* no contexto internacional: não é possível fiscalizar e regulamentar as políticas econômicas dos países em períodos normais (depois de uma crise, a condicionalidade dos pacotes de auxílio cumpre parcialmente essa função) e os investidores não têm enfrentado os incentivos corretos<sup>19</sup>. Vale notar que o problema do *moral hazard* tem sido a principal, e muitas vezes a única, frente de combate dos países industrializados. Preocupados com a possibilidade de a estratégia atual de “socorro” levar a uma explosão auto-realizável de suas

---

<sup>16</sup> Para que o *moral hazard* seja um problema deve existir informação assimétrica ou alguma forma de imperfeição no monitoramento das ações dos agentes. É essa a hipótese implícita na tese do *moral hazard*. Veja o Cap. 2 para maiores detalhes.

<sup>17</sup> Houve uma mudança quanto à ênfase dada para o problema de *moral hazard* dos países e dos investidores. Na década de 80, a principal preocupação era com a implementação de políticas macroeconômicas “frouxas” que estariam sendo implicitamente sustentadas pelos pacotes de ajuda, enquanto na década de 90 a preocupação principal passou a ser em relação aos incentivos para os investidores. Essa mudança levou à atual concentração das organizações internacionais em criar mecanismos para envolver o setor privado na resolução das crises (a política de *burden sharing* ou de passar do *bail-out* para o *bail-in*).

<sup>18</sup> A crise Mexicana também foi utilizada como a principal observação empírica dessa teoria: os pacotes de ajuda ao país (cerca de US\$ 49 bi) teriam criado a expectativa de que os demais países disporiam de pacotes semelhantes. A crise asiática, na visão de alguns autores, seria resultado desse comportamento. Outros, entretanto, argumentam que a repercussão negativa nos países avançados dos pacotes de ajuda deixou claro que pacotes semelhantes não seriam a regra no futuro (veja Rogoff (1999)).

<sup>19</sup> Os países desenvolvidos têm defendido a adoção de regras mais exigentes em relação aos investimentos em ativos de países emergentes (como por exemplo, aumentar os requerimentos de capital). Outra tentativa de criar mecanismos para realizar um monitoramento *ex ante* são as propostas do FMI e, principalmente, dos EUA para estabelecer critérios que pré-qualifiquem os países como aptos a receberem empréstimos. Essa é a principal recomendação da Comissão “Meltzer”.



obrigações com as instituições financeiras internacionais, estes desejam diminuir o envolvimento oficial na resolução de crises<sup>20</sup>. Como notamos acima, o problema dos equilíbrios múltiplos pode também ser resolvido pela suspensão temporária dos pagamentos, com a vantagem de que não cria um problema de *moral hazard*. Essa observação leva à proposição do estabelecimento de uma corte internacional de falências, que também é uma das implicações do próximo diagnóstico.

As crises também mostraram que os países não dispunham de maneiras eficazes de se protegerem de reversões abruptas dos fluxos de capitais e que a resolução das crises (no sentido de recuperação do acesso ao mercado de capitais) mostrava-se lenta e dolorosa. Não havia forma de o país proteger-se de uma mudança de expectativas dos investidores que levasse a uma corrida aos seus ativos, quer devido a eventos domésticos, quer devido ao fenômeno do contágio. Aqui, a análise também está baseada numa analogia com o mercado doméstico, especificamente com relação às leis de falência. As leis de falência impedem que uma empresa ilíquida ou insolvente, mas economicamente eficiente, enfrente uma corrida aos seus ativos. Protegem o valor dos ativos da empresa, beneficiando credores e devedores, ao evitar a desconsolidação desordenada da empresa e ao permitir a manutenção de seu funcionamento (oferecendo inclusive a possibilidade de os credores assumirem o controle e a realização de novos empréstimos com *status* de preferência). Nenhum dos credores tem incentivo para ser o primeiro a requerer a liquidação, pois a divisão dos ativos obedece a regras predeterminadas quanto à sua repartição. Em suma, as leis impedem a desorganização prejudicial da empresa e facilitam a renegociação das dívidas, atenuando problemas de *free rider* e de coordenação. Naturalmente, sempre existe a alternativa de liquidar os ativos da empresa quando essa se mostrar economicamente inviável. Entretanto, o contrário parecia ocorrer no plano internacional: os países estavam sofrendo corridas aos seus ativos, não havia meios de interromper essa corrida prejudicial (a credores e devedores) e as renegociações de dívidas eram lentas e custosas. O problema surge da ausência de um mecanismo que possa coordenar o comportamento dos credores, evitando tanto a corrida inicial como facilitando a solução da crise.

---

<sup>20</sup> Fernández-Arias e Hausman (2000b), Introdução.

Os impasses quanto à resolução das crises são grandes. A crise pode levar à necessidade de concessão de novos empréstimos ao país, renovação da dívida, ou de diminuição e reescalonamento das obrigações. Individualmente nenhum credor tem incentivo para emprestar novos recursos ou aceitar uma diminuição no valor da dívida, ainda que isso seja vantajoso para o grupo dos credores. É preciso que haja, portanto, um mecanismo para coordenar as ações dos investidores. As dificuldades e ineficiências geradas na renegociação de dívidas externas foram amplamente discutidas na década de 80, quando o problema ficou conhecido como “*the debt overhang problem*”<sup>21</sup>. O que essa literatura mostrou é que existe a possibilidade de ganhos de eficiência *ex post* nos contratos de dívidas.

Surge, assim, a proposta de criação de uma corte internacional de falências ou de medidas de menor escala que pudessem replicar em parte suas funções. Eichengreen é um dos que adotam a defesa de medidas de menor envergadura, mas de adoção mais factível<sup>22</sup>. O autor propõe a introdução de uma cláusula nos contratos que especifique as condições sob as quais se daria a suspensão dos pagamentos ou a renegociação das dívidas<sup>23</sup>. Na sua visão, o sistema atual falha claramente nesse ponto: “Como trazer os credores para a mesa de negociação quando não existe uma mesa de negociação”<sup>24</sup>.

Os diagnósticos identificam, assim, problemas diferentes no sistema. Os problemas de *moral hazard* levam a fluxos de capitais excessivos para os países emergentes; a ausência de um emprestador de última instância e de mecanismos de renegociação criam volatilidade excessiva nesses mercados; enquanto as distorções inerentes do mercado de dívidas soberanas (analisadas na seção anterior) levam a um fluxo de capitais muito pequeno<sup>25</sup>. Entretanto, como argumentam vários autores (Dooley (2000), Fernandez e Hausman (2000b), por

---

<sup>21</sup> Veja Krugman (1988), Sachs (1988) e Bulow e Rogoff (1991).

<sup>22</sup> Veja Eichengreen e Porter (1995) ou Eichengreen (2000). Segundo Eichengreen a implantação de uma corte internacional de falências encontra barreiras políticas e legais intransponíveis.

<sup>23</sup> Os contratos de dívida (títulos e empréstimos bancários) estão sujeitos em sua maior parte a dois tipos alternativos de legislação: a de Nova Iorque e a da Grã-Bretanha. A primeira torna a renegociação mais difícil (os termos do contrato só podem ser modificados por unanimidade e os investidores individuais possuem garantia de acesso a processos legais), enquanto as normas britânicas possibilitam a organização de assembleias de credores nas quais não é necessária a unanimidade e os processos legais devem ser iniciados somente por grupos com uma fração mínima da dívida (ver apêndice de Rogoff 1989a). A proposta referida busca estabelecer cláusulas semelhantes às normas britânicas.

<sup>24</sup> Eichengreen (2000), pg. 31.

<sup>25</sup> Essa classificação das teorias aparece em Fernandez-Arias e Hausman (2000b) sob os títulos de “Too Much”, “Too Volatile” e “Too Little”.

exemplo), o diagnóstico adequado deve levar em consideração a característica de *second best* do mercado de dívidas resultante de suas distorções inerentes. Assim, a observação de que existem ganhos de eficiência *ex post* na renegociação das dívidas não contempla o fato de que a dificuldade de renegociar as dívidas é um elemento essencial do contrato em primeiro lugar. Como vimos, para que o mercado se sustente, é preciso que exista a ameaça de punição ao país. Vimos também que os credores sempre possuem incentivos para renegociar os contratos *ex post*, ou seja, que eles não podem comprometer-se de forma crível a não renegociá-los.

Dooley (2000) constrói um modelo com contratos incompletos devido à impossibilidade de os credores distinguirem um *default* estratégico de um *default* devido a eventos aleatórios. O autor argumenta que a punição do país se dá por meio do colapso da intermediação financeira doméstica ocasionada pela interrupção dos fluxos de capitais. A forma pela qual os credores comprometem-se de forma crível a realizar a punição é através da formulação de contratos cuja renegociação é custosa. A impossibilidade de distinguir quanto à característica do *default* faz com que a punição seja imposta independentemente dela, o que faz com que nas situações de má sorte (e não de *default* estratégico, porque esse nunca ocorre dado o desenho do contrato) haja possibilidade de ganhos de eficiência. Em suma, é possível que a dificuldade de renegociação seja uma parte fundamental do contrato que possibilita, em primeiro lugar, a realização dos empréstimos; facilitar a renegociação poderia, portanto, deteriorar as condições de acesso ao mercado de capitais por parte dos países emergentes.

Apesar de estar fora dos propósitos desse capítulo analisar em maior profundidade essa questão, a conclusão é que o diagnóstico da atual situação e, principalmente, as propostas formuladas devem levar em conta a característica de *second best* do mercado e tomar as distorções em conjunto. Esse ponto é fortemente defendido por Fernández-Arias e Hausman (2000b), que concluem que o problema na verdade não é aquele apontado pelo diagnóstico do *moral hazard*, que identifica fluxos excessivos, mas sim a insuficiência e elevada volatilidade dos fluxos de capitais para os países emergentes em virtude de problemas de comprometimento (*enforcement*), iliquidez dos mercados e da ausência de mecanismos preventivos eficazes. Se a ausência de uma análise que tome as distorções em conjunto pode ser apontada como uma das deficiências do

diagnóstico atual no plano teórico, a outra se refere à insuficiência do teste empírico das teorias desenvolvidas, somente recentemente preenchida. No Capítulo 3 trataremos da segunda etapa do diagnóstico em relação à teoria do *moral hazard*, a de estabelecer sua relevância empírica. O capítulo apresenta um teste da hipótese de *moral hazard* aplicado à crise da Argentina de 2001. Antes, analisaremos com maior profundidade as implicações teóricas da hipótese de *moral hazard* sobre as taxas de juros cobradas nos empréstimos a países emergentes e sua relação com os “fundamentos” dos mesmos.