

Estimando o valor do relacionamento financeiro: Emissão de títulos por países Latino-Americanos em Londres: 1850-1930.

Aluno: André Faria de Azevedo
Orientador: Marcelo de Paiva Abreu

Introdução

Este trabalho tem por finalidade interpretar o papel do intermediador financeiro no tempo em que Londres exercia a função de centro financeiro mundial e as conseqüências de tal relacionamento. Antes de começar a discorrer sobre o tema, é válido ressaltar que uma importante alteração ocorreu no decorrer do projeto. Com o intuito de melhorar a análise e obter resultados mais precisos decidimos ampliar o período de análise e gama de países que compunham a base de dados.

No período entre 1870-1914 o mercado londrino de dívida soberana possuía duas características fundamentais. Uma delas era o alto nível de assimetria de informação que havia entre credores e devedores. Outra característica era a importante atuação do sistema bancário, principalmente dos bancos comerciais, como intermediador financeiro. Na verdade, se não levarmos em consideração as colônias, veremos que o mercado de emissão de títulos da dívida soberana de países estrangeiros era dominado apenas por uma pequena parcela de bancos, assim como o N. M. Rothschild & Sons Limited e o Baring Brothers.

Desde o trabalho de Stiglitz e Weiss (1981), a recente literatura sobre relações de empréstimos tem tentado chamar atenção para as circunstâncias em que o problema de assimetria de informação no mercado de crédito e suas conseqüências são parcialmente solucionados através de empréstimos com maiores prazos de vencimento. Acreditamos que por trás das relações entre credores e devedores nós poderemos compreender melhor a funcionalidade do mercado de dívida soberana de países estrangeiros nos séculos XIX e XX.

Outras importantes características do mercado de dívida soberana londrino no período de 1870 a 1914 eram: (i) a ausência de instituições e coerções legais que fossem capazes de fiscalizar o cumprimento das cláusulas contidas nos contratos, e (ii) o fato de que o mercado monetário europeu era a principal (e muitas vezes a única) fonte de financiamento externo para os países. No entanto, a história dos mercados de dívida soberana não parece, pelo menos em alguns períodos, uma história de racionamento de crédito.

Um fator que pode explicar esses grandes fluxos de capitais dos investidores europeus para nações estrangeiras é o papel desempenhado pelos intermediadores financeiros na redução do problema de assimetria de informação.

Neste contexto, o entendimento da microestrutura dos financiamentos é de crucial importância. No centro desta estrutura estão os bancos comerciais. Agindo basicamente como intermediadores financeiros, eles são responsáveis por quase todos os aspectos da emissão de um título e dos procedimentos necessários para tal. Dentre outras coisas, eles anunciam as emissões e resolvem questões de cunho burocrático para que o título seja autorizado a ser cotado no London Stock Exchange.

No entanto, os bancos comerciais não possuíam nenhuma responsabilidade sobre o cumprimento desses contratos emitidos. Por exemplo, os bancos não eram obrigados a dar nenhum tipo garantia a respeito do pagamento dos juros que deveriam ser pagos, cada emissão tinha o seu endosso. Assim como será discutido na próxima seção, temos uma boa gama de razões para acreditar que a reputação dos bancos era a chave para a motivação do mercado financeiro e do desenvolvimento das relações financeiras.

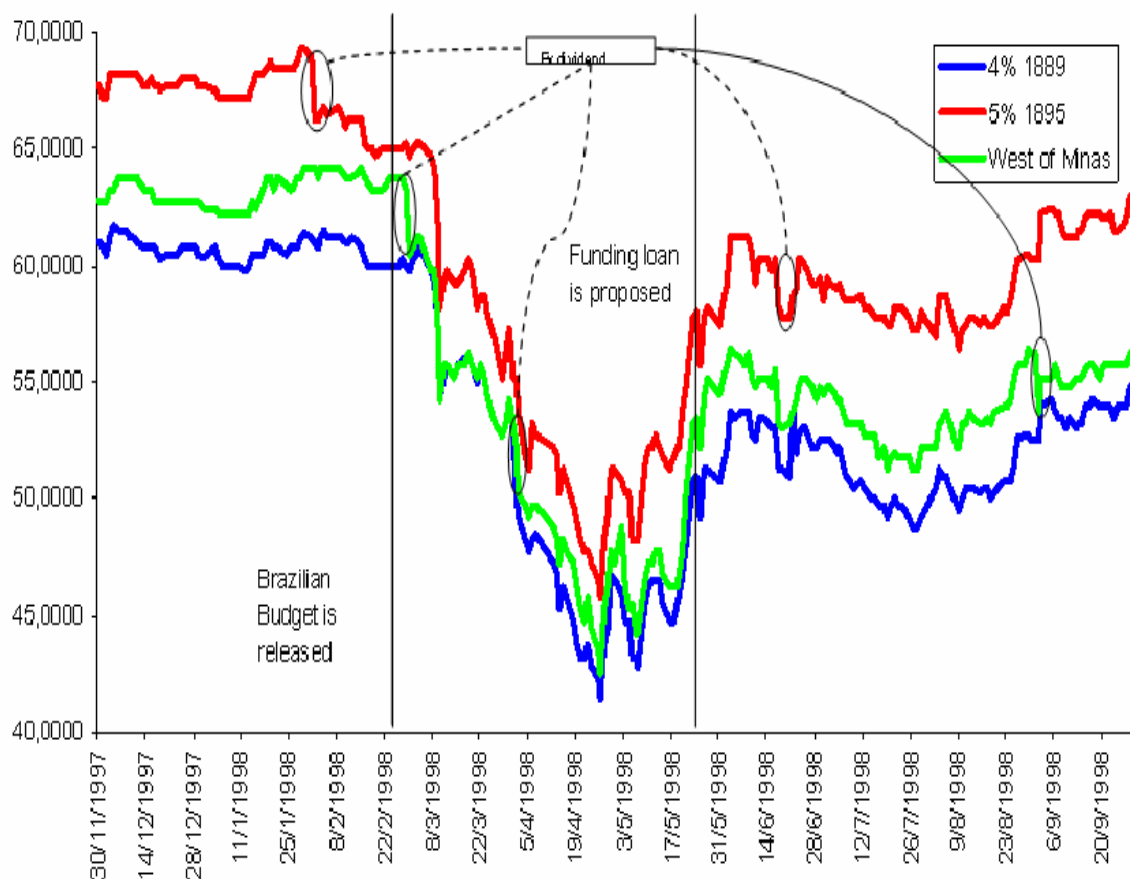
Inicialmente o objetivo da pesquisa é encontrar evidências de que uma vez que o banco tenha se relacionado com o devedor, ele poderá ter sua reputação afetada caso haja algum rompimento nas cláusulas dos contratos.

Desenvolvimento

A primeira etapa de nosso trabalho constituiu-se na análise e na escolha de um determinado período histórico em que tivéssemos a oportunidade de observar um fato específico no Brasil que tenha gerado forte impacto sobre o valor dos títulos da dívida soberana que já haviam sido emitidos e que estariam em plena negociação no mercado londrino.

O período em questão situa-se entre os dias 01/02/1898 e 01/06/1898. Em 1898 o governo brasileiro anunciou que ao invés de pagar os juros de sua dívida externa seriam emitidos novos títulos que iriam ser entregues aos detentores dos antigos títulos no decorrer de três anos. No entanto, os pagamentos de amortizações desses títulos foram suspensos por um período de quatorze anos. Descrições mais precisas e completas a respeito do calote da dívida brasileira de 1898 podem ser encontradas em Abreu (2002), e Cardoso e Dornbush (1898).

O gráfico abaixo mostra a evolução de preço de três títulos brasileiros durante o período em questão. Podemos observar que há uma considerável queda no preço dos títulos a partir do momento em que o orçamento brasileiro é publicado na mídia londrina. No entanto, como pode ser observado, o anúncio do “Funding Loan” gera um efeito completamente contraditório sobre o preço dos títulos. Isso ocorreu porque as previsões dos investidores com relação ao cenário da crise brasileira eram piores do que a versão apresentada pelo governo.



Desde 1858, o banco comercial N. M. Rothschild & Sons Limited era o banco com o qual o Brasil mantinha fortes relações, a ponto de este ter se tornado o emissor oficial dos títulos da dívida brasileira em Londres, que na época era a principal praça de negociações. Isto fez com que o banco se tornasse responsável pela emissão de todos os títulos da dívida pública brasileira no período de 1898.

A idéia central do trabalho era construir uma base de dados que fosse capaz de fornecer informações não apenas qualitativas, mas também quantitativa que nos possibilitasse estimar, através da utilização de métodos econométricos específicos, a correlação entre o preço dos títulos dos diferentes países que possuíam relações financeiras com o N. M. Rothschild & Sons Limited. Além disso, programas econométricos estão sendo utilizados com o intuito de avaliar se os resultados apresentados são realmente significantes ou não.

O que nossos estudos vêm tentando provar é que mesmo que os bancos da época não possuíssem qualquer obrigação com relação ao cumprimento dos termos previstos nos contratos emitidos dos títulos de dívida pública dos países, de alguma forma o não cumprimento destes poderia vir a abalar a reputação do respectivo banco. Além disto, estamos tentando provar que o não cumprimento dos contratos também teria o poder de afetar indiretamente o preço dos títulos dos demais países que, na maioria das vezes, não possuíam qualquer relação com o Brasil, através da queda de reputação do intermediário financeiro.

A base de dados foi construída a partir da coleta dos títulos presentes no Manual Mensal do Investidor (“Investor’s Monthly Manual”) que eram publicados pelo “London Stock Exchange”. Esses manuais eram publicados mensalmente, e seus respectivos downloads se encontram no próprio site do “London Stock Exchange”. Assim como pode ser visto na imagem abaixo, eles continham informações sobre todos os títulos que haviam sido oficialmente emitidos nas praças londrinas de negociação até determinado momento.

A página do Manual Mensal do Investidor apresentada corresponde ao manual de janeiro de 1885. Esta página contém os títulos da dívida externa tanto de países, quanto de províncias. Se olharmos diretamente para o Brasil e, especificamente, para a última coluna já poderemos observar a confirmação de um comentário feito anteriormente. Todo pagamento de dividendo dos títulos brasileiros eram pagos no próprio N. M. Rothschild & Sons Limited, banco ao qual o Brasil possuía forte relacionamento.

No entanto, é importante destacar que o fato dos dividendos de um título ser pago em determinado banco não quer dizer obrigatoriamente que este tenha sido o responsável por sua emissão. Esta informação só poderia ser adquirida através da análise do contrato dos títulos emitidos pelos bancos, mas este assunto será abordado mais a frente. Outra questão que é importante de ser levantada é que muitas vezes as informações contidas nas páginas do Manual Mensal do Investidor estavam equivocadas, como poderemos constatar no decorrer deste texto. E é exatamente por causa dessas falhas que a busca pelos contratos tornou-se algo de crucial importância.

A busca pelos contratos ocorria através da utilização de um dos acervos digitais da biblioteca virtual da Universidade de Stanford. Neste acervo tínhamos acesso a uma coleção de jornais do “The London Times” desde 1785 até 1985 que foram escaneados, e implantou-se um sistema de busca, assim como os que nós utilizamos diariamente em nossas vidas.

Este sistema foi a grande chave para que fosse possível encontrar os contratos, pois imagine você tendo que encontrar notícias específicas em um jornal de publicação diária em uma janela de tempo de quarenta e quatro anos. Seria algo muito próximo do impossível. Com este sistema de busca, como pode ser observado na página seguinte, tínhamos a possibilidade de filtrar nossas buscas por intervalos de datas, seção do jornal ou até mesmo especificar se queríamos que a busca pela palavra chave ocorresse em todo artigo ou apenas nos títulos que apareciam no jornal.

No entanto, apesar de todas as vantagens apresentadas pelo sistema de busca, este também possuía suas falhas, o que atrapalhou um pouco o andamento do projeto, pois algumas vezes a busca não conseguia encontrar nenhum resultado significativo. Isto nos forçava a adotar formas mais demoradas de busca. Uma segunda maneira de encontrar informações sobre os contratos era através da leitura de notícias que diziam alguma coisa a respeito dos títulos que estavam sendo procurados.

Com o passar do tempo e devido a constante utilização do sistema de busca, passamos a aperfeiçoar nossas estratégias de busca com o intuito de maximizar a relação tempo de procura e contratos encontrados.



Keyword search

Click in the entry box and enter search term(s)

Brazilian AND loan

Search for words in title, citation, abstract in entire article content

Type words to search for. You can use AND, OR, NOT. Results are sorted by date.

Limit the current search (optional)

by date all dates before on after

between and

by section Advertising Business Editorial and Commentary Features News

People Picture Gallery

articles with illustration

BRITISH, COLONIAL, AND FOREIGN STOCKS—Continued.

(The securities quoted below do not professedly include the entire debt of the State or Nation referred to.)

Table with multiple columns: STOCK, Issue Price, Original Issue, Sinking Fund (Original Annual, When Applied, Final Redemption), Amount of Loan Unredeem'd, Prices of the Month (Opening, Highest, Lowest, Latest), Last Business Done, Yield to Investor at Latest Price, Prices of 1884 (Highest, Lowest), Dividends (Payable, Where Payable). Rows include various stocks from Belgium, Brazil, British, Canadian, Cape of Good Hope, and Colombian.

IMPERIAL BRAZILIAN FOUR-and-a-HALF per CENT. LOAN of 1883, for £4,000,000 Sterling.—His Majesty the Emperor of Brazil having, in conformity with the Laws Nos. 3,140 and 3,141, dated 30th October, 1882, authorized the negotiation of a Loan of £4,000,000, Messrs. N. M. Rothschild and Sons have to announce that they are ready to RECEIVE at their office SUBSCRIPTIONS for this Loan.

The Bonds will be issued to bearer in sums of £100, £500, and £1,000 each, bearing interest at 4½ per cent. per annum, with coupons payable in London half-yearly, on the 1st June and the 1st December; the first half-year's dividend will be payable on the 1st June next, on a coupon attached to the provisional scrip.

The price of emission is £89 for every £100 nominal capital, payable as follows:—

£5	..	..	..	on application.
£15	..	..	..	on allotment.
£20	..	..	..	on 16th May.
£20	..	..	..	on 19th September.
£29	..	..	..	on 14th November.
<hr/>				
£89				

Payment in full may be made under discount at the rate of 4½ per cent per annum, on any Tuesday or Friday, after the scrip has been issued.

The failure to pay any of the instalments will subject all previous payments to forfeiture.

The redemption of this Loan will be effected by a sinking fund of 1 per cent per annum, to be applied by purchase of Bonds when the price is under par, and when at or above par by drawings by lot. The operations of this sinking fund will commence on the 1st June, 1884.

Applications for these Bonds must be made in the annexed form, and accompanied with a deposit of 5 per cent. on the amount applied for. In case the allotment should not require the whole deposit the surplus will be returned; and if the deposit be insufficient for the first instalment on the amount allotted, the balance required must be paid forthwith.

In case of no allotment being made the deposit of the applicant will be returned.

Scrip will be issued, which, after payment of the last instalment, will be exchanged for the Bonds as soon as they are ready for delivery.

Subscription lists will be opened on Wednesday, the 24th inst., and closed on or before Thursday, the 25th inst.

New-court, 23d January, 1883.

Form of Application.

Imperial Brazilian 4½ per Cent. Loan of 1883, for Four Million Pounds sterling.

To Messrs. N. M. Rothschild and Sons.

Gentlemen,— request that you will allot to — £ — — — say — — — pounds nominal capital of the above Stock, on which — — — enclose the required deposit of 5 per cent., or £ — — —, and — — — agree to accept that amount, or any less sum that may be allotted to — — —, and to pay the balance of such allotment according to the conditions of your prospectus of the 23d of January, 1883.

— — — remain, Gentlemen, your obedient servant,

Name (at length).....

Address

London, — — January, 1883.

Na página anterior, temos o exemplo de contrato emitido pelo Brasil no mercado londrino em 1883. Um detalhe importante de notar é que este título também está contido na página do Manual Mensal do Investidor (é o último título na lista do Brasil). Fiz isto propositalmente para facilitar e estimular a análise do leitor, a respeito de como as emissões de títulos da dívida pública dos países ocorriam em pleno século XIX.

O contrato é o objeto de maior valor agregado para nossa pesquisa, pois é nele que estão contidos todos os dados necessários para a construção de uma base de dados completa e precisa, que será utilizada em nossas regressões e análises. Eles têm basicamente a mesma estrutura, ou seja, não há mudanças significativas entre contratos de títulos emitidos pelo Brasil ou pela Itália. O que vai ocorrer com o passar do tempo é uma mudança na estrutura e na forma com que todos os contratos iram se apresentar, como se houvesse uma modernização do desenho do contrato.

As informações que mais nos interessam nos contratos são: quantos por cento o título irá render de juros, a data em que o contrato saiu no jornal, o banco que emitirá o título (“Underwriter”), o preço de emissão e valor total emitido. Estes serão os principais componentes que irão compor uma planilha final que conterá todos os dados a serem analisados.

A porcentagem que um título irá pagar aos seus detentores muitas vezes vem explicitada no próprio título do contrato. O que se observa em grande parte das vezes é que países como o Brasil e a Argentina, cujos riscos de default são maiores, apresentam juros mais elevados do que países como Dinamarca ou Suíça. Isto ocorre porque para o investidor só vale a pena comprar um título de maior risco se o seu prêmio for maior, caso contrário o investidor preferiria comprar títulos de menor volatilidade e risco.

A data em que o contrato saiu no jornal é algo que precisamos tomar bastante cuidado, pois como dificilmente conseguimos encontrá-la na própria página do jornal, devido ao mau escaneamento de algumas das páginas, adotamos a estratégia de nomear os próprios arquivos salvos com os contratos com a data em que achamos tal notícia. As datas nos dão a noção certa de a partir de quando precisaremos fazer a coleta de preço dos títulos.

O “Underwriter” é a figura principal de todo o processo. É ele o responsável por resolver toda a parte burocrática da emissão. Assim como foi dito anteriormente é somente através da leitura e análise do contrato que podemos concluir com exatidão qual foi o banco o responsável pela emissão dos títulos de determinado país. No caso do título acima, por ser um título brasileiro, não nos assustaria o fato dele ter sido emitido pelo N. M. Rothschild, pelo contrário, isso reforça ainda mais o que já foi dito sobre a sua forte relação com o Brasil.

O preço de emissão (“Issued Price”) representa o preço que os interessados pela compra dos títulos terão que pagar para adquirirem um lote de títulos. Por sua vez, o valor total emitido representa a quantidade de dinheiro que o país está precisando para se financiar. Muitas vezes, esse dinheiro era utilizado na construção de pontes, ferrovias, obras de irrigação, etc.

Conclusão

O projeto é sem dúvida nenhuma uma magnífica contribuição não só para o meio acadêmico, mas também para um maior entendimento de todos a respeito de como se dão as relações entre os agentes financeiros. Ao estimarmos o grau de relacionamento existente entre os agentes econômicos estaremos dando um grande passo para que se tenha um melhor entendimento do forte relacionamento existente entre credores e devedores, não só no período específico de estudo, mas também hoje em dia.

O papel do intermediador financeiro na economia mundial vem se tornando desde o seu surgimento cada vez mais importante para o crescimento das economias. Sua característica de facilitar e tornar as transações financeiras cada vez mais velozes tem trazido

enormes benefícios para todas as partes envolvidas. Não só os bancos ganham dinheiro com suas tarifas e através do “spread” bancário, como as firmas também têm uma grande redução dos custos de informação e transporte. O dinheiro que antigamente era transportado em navios e demorava semanas para chegar ao seu destino, hoje em dia atravessa todos os continentes em questão de segundos.

A base de dados que foi criada para este projeto, por ter um alto grau de dificuldade poderá ser de grande utilidade para futuros interessados em estudar assuntos que tenham certa relação com o tema abordado.

Maiores conclusões não podem ser feitas, pois ainda existem trabalhos a serem concluídos. O projeto avançou agora para sua etapa final de análise dos dados que foram obtidos através da coleta dos contratos referentes aos títulos emitidos pelos países. Temos a esperança de que se não houverem maiores complicações estaremos finalizando todo o projeto o mais breve possível.

Referências

- [1] ABREU, M. (2002): Os funding loans brasileiros – 1898-1931. *Planejamento e Pesquisa Econômico*, 32, 515-540.
- [2] AOKI, M. AND DINC, S. (1997): Relational Financing as an Institution and its Viability under Competition. Mimeo. Stanford University.
- [3] BERGER, A. AND UDELL, G. (2002): Small business credit availability and relationship lending: the importance of bank organizational structure. *The Economic Journal*, 112, F32-F53.
- [4] CARDOSO, E. AND DORNBUSH, R. (1998): Brazilian Debt Crisis: Past and Present. In: Eichengreen, B. and Lindert, P. *The International Debt Crisis in Historical Perspective*. MIT Press.
- [5] COLE, R. (1998): The importance of relationships to the availability of credit. *Journal of Banking & Finance*, 22, 959-977
- [6] FEIS, H. (1964): Europe: the world’s banker 1870-1914. A.M. Kelley.
- [7] MARICHAL, C. (1998): A century of debt crisis in Latin America: From Independence to the Great Depression, 1820-1930. Princeton University Press.
- [8] RAJAN, R. (1998): The Past and Future of Commercial Banking Viewed Through an Incomplete Contract Lens. *Journal of Money, Credit and Banking*, 30.524-550.
- [9] STIGLITZ, J. AND WEISS, A. (1981): Credit Rationing in Markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71, 393-410.