

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

Aluno: Daniel Abbud Sarquis Aiex
Orientador: João Manuel de Melo Pinho

Introdução

Nosso projeto visa sobretudo interpretar o papel do intermediador financeiro no tempo em que Londres exercia a função de centro financeiro mundial e as conseqüências de tal relacionamento. De fato, o mercado de crédito relacionado à dívida pública nesse período era dominado por alguns poucos nomes como os famosos “N.M. Rothschild & Sons Limited” e os “Baring Brothers”. Cabe aqui evidenciar características desse mercado no período que nos importa: a alta assimetria de informações quanto as capacidades dos devedores de honrarem suas dívidas e a função crucial desenvolvida pelo sistema bancário, especialmente o papel dos intermediadores financeiros, ou seja, os bancos comerciais. Acreditamos que sob a ótica do relacionamento dos empréstimos podemos entender a função do mercado de dívida pública no final do século dezanove e no início do século vinte e os ciclos de crise econômica que se sucederam. Vale evidenciar também que o mercado de dinheiro europeu era o principal (muitas vezes o único) meio de os países se financiarem externamente. No entanto, uma das possibilidades que pode explicar a conveniência de grandes fluxos de capital partindo de investidores europeus para nações estrangeiras pode ser o papel desempenhado pelos intermediadores financeiros minimizando o problema da informação assimétrica. Geralmente, a taxa aplicada a determinado título depende da clareza da conduta do devedor e do intervalo de tempo que envolverá o relacionamento, ou seja, se o relacionamento for de longo prazo, a conduta do devedor tende a ser mais correta e portanto a taxa aplicada tende a ser menor. Estamos preocupados, portanto, com o mutualismo do sistema financeiro entre 1870 e 1914, que é o período mais relevante de nosso horizonte temporal. Esse era um tempo em que credores possuíam informações assimétricas de seus devedores. Nesse contexto, entender a micro estrutura do financiamento torna se fundamental.

No centro dessa estrutura estão os bancos comerciais, agindo fundamentalmente como intermediadores financeiros. Tais bancos ficam em cargo de fazer o anúncio da emissão realizando uma série de procedimentos burocráticos para que determinado título fosse aceito para negociação no “London Stock Exchange”, que era o escritório central para esse tipo de operação na época. Apesar de os bancos comerciais não terem responsabilidade legal para o sucesso de determinado contrato de financiamento, temos muitas razões para acreditar que a reputação do “underwriter” (tais bancos) seja fundamental para um relacionamento financeiro próspero. Portanto, o primeiro âmbito de nossa pesquisa consiste na busca por evidências de que uma vez que o intermediador se envolveu em uma relação com um país tomador de empréstimo poderia haver custos reputacionais caso a emissão de determinado título público sucumbisse. O que iremos propor mais adiante são maneiras de se identificar indiretamente esses custos. No pano de fundo de nossa pesquisa estão os projetos engenhosos realizados pelos países que contraíram empréstimos no exterior através de seus títulos públicos. É de suma relevância interpretar os contratos de emissões e suas peculiaridades quanto às informações neles contidas. Nesse período é que surgiram as grandes ferrovias, pontes e obras de irrigação pelo mundo afora viabilizadas pelos recursos levantados na praça londrina. Tendo explicitado tais aspectos, passamos para os objetivos do projeto de forma mais direta.

Desenvolvimento

Queremos estudar o relacionamento no sistema financeiro tendo Londres como a principal praça de negociação no período compreendido entre 1870 e 1914. O relacionamento financeiro é certamente baseado no acúmulo de informações sobre o emprestador. Nesse sentido, toda informação que o credor pudesse obter a respeito do devedor torna-se preciosa. Por exemplo, saber as idiosincrasias do líder político de determinado país, seus conflitos étnicos, distúrbios sociais, entre outras informações. O intermediador financeiro é fundamental nesse processo uma vez que seu nome e reputação poderiam tornar determinada emissão mais atraente para os investidores. Queremos buscar meios de medir o quão importante é essa lealdade de um país ao realizar emissões para com um determinado banco comercial. Para responder essa questão faremos um estudo analítico dos contratos de emissões de títulos. O propósito inicial de nosso projeto de estudar apenas as emissões de países Latino-Americanos foi substituído por um critério qualitativo que veio a melhorar a qualidade e a universalidade de nossa pesquisa, ou seja, estendemos nossos propósitos para muitos outros países, o que apesar de tornar o trabalho muito mais complexo, permitiu nos auferir conclusões e conhecimento empírico mais sólido. Discutiremos mais adiante a metodologia utilizada mais cabe explicitar aqui que nosso objetivo de responder tais questões tem como suporte os contratos publicados no arquivo digital do jornal Times de Londres referente ao período. Esses contratos, além de explicitar o objetivo do empréstimo (construção de ferrovias, pontes, obras de irrigação, etc...), informam o banco comercial responsável pela emissão e a remuneração atribuída ao título. É evidente que países com reputação de bons pagadores como Noruega e Suécia remuneraram seus títulos a uma taxa inferior a países onde há histórico de instabilidade política por exemplo.

Países preferiam ser financiados em séries de emissões de títulos através do mesmo banco comercial. Mas que incentivos existiam para que tanto países como bancos comerciais fizessem um relacionamento financeiro? Sob a ótica do devedor, um aspecto favorável é o acesso ao crédito enquanto o interesse do financiador é manter sua reputação no mercado e manter o monopólio informacional. Enfim, nosso objetivo consiste em estudar como se davam tais relacionamentos, tendo como base tanto a ótica do país devedor como a do intermediador financeiro. Outro objetivo embutido no escopo de nosso trabalho é estudar o impacto de determinada emissão no mercado de títulos como um todo, ou seja, desejamos mensurar a variação percentual na cotação de todos os demais títulos diante de novas emissões de títulos específicos. Apesar de na maioria das vezes as variações serem pequenas, existe uma relação clara de quanto os preços dos títulos influenciam uns os outros.

Enfim, nosso objetivo é extrair todo tipo de relação de causa e efeito e comparar a base de dados de forma analítica através do estudo de contratos e publicações de cotações para que possamos estabelecer conclusões cabíveis no âmbito principal de nosso projeto que é estimar a importância do relacionamento financeiro. Passemos para a parte prática de nosso projeto, onde convém alongarmos mais sobre a metodologia e ilustrar como o trabalho foi realizado de fato.

Primeiramente, gostaríamos de usar dados para tirar conclusões quantitativas da profundidade do relacionamento e estabelecer um critério qualitativo que determine se determinado país se envolveu em um relacionamento financeiro. As informações para estabelecermos conclusões estão disponíveis nos relatórios do Manual Mensal do Investidor publicados pelo "London Stock Exchange". Colecionamos dados como contratos e notícias publicados no jornal "Times London", permitindo nos relacionar cada título a seu "underwriter" (Banco comercial).

Tomamos como embrião de nossa base de dados uma publicação do "London Stock Exchange" e daí partimos para a construção de uma base de dados auxiliar que foi a

catalogação de contratos publicados na seção de classificados do jornal Times da época. Podemos afirmar que essa foi sem dúvida uma etapa desafiadora e muito trabalhosa na medida que recorremos a arquivos digitais para achar um determinado contrato específico tendo como ponto de partida apenas o país que realizou tal emissão, o valor total dos papéis e o ano que foi emitido. Portanto, duas fontes principais de dados estão sendo utilizadas: o jornal “The London Times” e o Manual Mensal do Investidor publicado pelo “London Stock Exchange” de 1869 a 1926.

Para fundamentar nosso método, foi tomado o cuidado de se embutir na página seguinte de nosso relatório a primeira página referente a títulos públicos do Manual Mensal do Investidor que lista os títulos que estavam sendo negociados no “London Stock Exchange” em janeiro de 1914. Parte de nosso trabalho foi coletar esses dados entre os anos de 1870 e 1914 e, a partir dessa listagem, partir para a coleção e catalogação de contratos que certamente continham informações de suma relevância para o estudo do relacionamento financeiro no período abordado. Como dito anteriormente, além do motivo daquela emissão específica (como construção de ferrovia, obras de irrigação, etc.), os contratos trazem informações fundamentais como o nome do intermediador financeiro, a taxa aplicada, formalidades contratuais como tempo de reembolso, o valor total da emissão entre outras preciosas informações para que nossa coleção de dados fosse catalogada.

Mas como isso foi feito? Basta olharmos para página seguinte desse relatório e verificar que o título Argentino “5% National Central Railway Bonds” (na terceira linha da listagem que segue) estava sendo negociado em janeiro de 1914 com uma remuneração prevista de 5% sendo emitido um total de £ 3,968,200 (libras esterlinas) em título para serem negociados no mercado e pago pelo banco Baring Brothers. A partir dessas informações, partimos para uma segunda etapa que consiste na busca pelo contrato referente a essa emissão. A fonte que nos permitiu tal coleta de contratos e notícias foi o jornal “Times London” que continha em sua sessão de classificados esses dados de forma descontínua e de difícil acesso. A partir dessa coleção de contratos e notícias constituímos uma coleção que se tornou o diamante de nossa pesquisa uma vez que resumia em um documento pequeno uma série de informações cruciais para o estudo do relacionamento financeiro.

Uma vez conseguido os contratos, o que certamente demandou muitas horas de trabalho, a base de dados estava quase completa. Falta algum meio de obter informações de como a emissão de determinado título afetaria o preço dos outros títulos. Esse problema foi resolvido por uma publicação chamada “Stocks & Shares” que estava incluída na sessão de “business” do Times. Como possuíamos as datas nos contratos de emissão, partir para a coleta de preços tornou-se viável. A coleta de preços se deu da seguinte maneira: a partir da data de emissão do título coletamos os preços dos outros títulos que estavam sendo negociados em seis dias depois dessa data e seis dias antes da data de emissão de modo a podermos comparar as variações de preços ao longo das doze datas. Esse processo tem sido feito para cada data referente a cada emissão de determinado título. Esse longo processo de coleta de dados termina nesse passo, o qual está ainda em andamento. Agora Possuímos dados suficientes para empregar técnicas econométricas para tirar algumas conclusões relevantes.

Segue nas páginas seguintes exemplos de contratos de emissões (observe o nome do banco comercial envolvido na intermediação financeira e o valor da remuneração aplicada) e exemplos da coleta de preços.

FOREIGN GOVERNMENT STOCKS.

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

STOCK.	Issue Price.	Original Issue.	SINKING FUND.				Amount of Loan Unredeem'd	Paid.	PRICES OF MONTH.				Yield at Latest Price. Redemp. Included.	PRICES OF 1913.		DIVIDENDS.		
			Original Annual.	When Applied.	Redeem-able.	1919			Opening.	Highest.	Lowest.	Last Day.		High.	Low.	Payable.	Where Payable	
Argentine.																		
5% 1884	84 1/2	1,683,100	1%	Quarterly	1919	924,600	100	101	101 1/2	100	101 1/2	4 15 6	102 1/2	99 1/2	Jn. Ap. Jy. Oc.	Baring Bros.		
5% 1886-87	80 & 8 1/2	2,290,100	1%	June, Dec.	..	5,377,900	100	103 1/2	103 1/2	100 1/2	103 1/2	4 11 0	104	100 1/2	1 Jan 1 July	Baring & J. S.		
5% N. Cent. Rly Bds.	91 1/2	3,968,200	1%	June, Dec.	..	2,373,900	100	102	102	99 1/2	101 1/2	4 19 0	105	99 1/2	1 Jan 1 July	(Morgan & Co.		
5% do 1890	..	2,976,000	1%	June, Dec.	..	2,226,720	100	102	102	99 1/2	101 1/2	4 19 0	102 1/2	99 1/2	1 Jan 1 July	Baring Bros.		
5% Treasury Com	..	624,000	1%	Mar., Sept.	..	497,700	100	100	102	100	102	4 19 0	105	98	1 Apl 1 Oct	Baring Bros.		
4 1/2% Int. Gld. In	..	3,953,900	1%	Mar., Sept.	..	2,845,020	100	95	96	94 1/2	96	4 15 9	98	92	1 Mar 1 Sep	Baring Bros.		
4 1/2% Sterling Bonds	90	5,263,560	1%	June, Dec.	..	3,904,440	100	99	100	99	99	4 12 3	99 1/2	93	1 Apl 1 Oct	Baring Bros.		
3 1/2% Extn., 1889	..	2,659,500	1%	Pur ordwgs	..	1,646,260	100	78	79	77 1/2	79 1/2	4 8 6	80	74 1/2	Jn. Ap. Jy. Oc.	Stern Bros.		
E.A. Watr & D'g 5% bds	..	6,324,400	1%	Pur ordwgs	..	5,155,800	100	102 1/2	102 1/2	100	102 1/2	4 18 0	103 1/2	100	1 Jan 1 July	Baring Bros.		
4% Rly Guar Res'n bds	..	11,607,100	1%	1901	..	9,867,800	100	83 1/2	83 1/2	83 1/2	84 1/2	4 18 0	85 1/2	84 1/2	1 Jan 1 July	Baring Bros.		
4% Bds, '97 (Law 3378)	..	6,746,081	1%	From 1901.	..	6,195,591	100	82	84 1/2	81 1/2	84 1/2	4 18 3	86	80	1 Apl 1 Oct	Baring Bros.		
Do (Law 3655 & 3750)	..	1,527,778	1%	1901.	..	1,388,888	100	81 1/2	84 1/2	81 1/2	84 1/2	4 18 3	85 1/2	80	1 Apl 1 Oct	Baring Bros.		
Do (1899 Law 3378)	..	3,035,726	1%	1901.	1957	2,759,316	100	81 1/2	84 1/2	81 1/2	84 1/2	4 18 3	85 1/2	80	1 Apl 1 Oct	Baring Bros.		
Do (1900, 3378 & 3783)	..	2,828,515	1%	1901.	..	2,629,094	100	81 1/2	84 1/2	81 1/2	84 1/2	4 18 3	85 1/2	80	1 Apl 1 Oct	Baring Bros.		
Do Do	..	2,649,663	1%	1901.	..	2,408,662	100	81 1/2	84 1/2	81 1/2	84 1/2	4 18 3	85 1/2	80	1 Apl 1 Oct	Baring Bros.		
5% do Pt. of B. Ayres..	..	2,000,000	1%	1901.	..	1,616,200	100	101 1/2	101 1/2	101 1/2	101 1/2	4 19 0	104	100	1 Apl 1 Oct	Lon & R. Plate Bank.		
5% Int. Gld. Ln., 1907	97 1/2	7,000,000	1%	Pur ordwgs	..	2,448,640	100	99	101 1/2	97 1/2	101 1/2	4 18 6	102 1/2	98 1/2	15 June 15 Dec	Lon & R. Plate Bank.		
5% Int. Gld. Ln., 1909	98	10,000,000	1%	Pur ordwgs	..	2,844,840	100	101	102	101	102	4 19 0	103	98 1/2	1 Mar 1 Sep	Baring Bros.		
5% Int. Gld. Ln., 1910	101	1,209,600	1%	Pur ordwgs	..	1,177,820	100	102	102	100	101 1/2	4 19 0	104	98 1/2	1 Jan 1 July	Baring Bros.		
5% Pt. B. Aires Bonds	99	5,000,000	1%	Pur ordwgs	..	1,000,000	100	101 1/2	102	99 1/2	102 1/2	4 18 0	101 1/2	99 1/2	1 Jan 1 July	Baring Bros.		
5% Irrigation Bonds	98	1,367,500	1%	Pur ordwgs	..	341,900	100	102	102	99 1/2	102 1/2	4 18 0	101 1/2	99 1/2	1 Jan 1 July	Baring Bros.		
3 1/2% St. Bds. P. of B. Ayres	..	11,496,000	1%	None till 1917.	..	10,066,000	100	67 1/2	69 1/2	66 1/2	69 1/2	5 1 6	70 1/2	63 1/2	1 Jan 1 July	Baring Bros.		
4 1/2% Ext. Rly. Loan, '09	88 1/2	2,380,952	None	None till Nov., 1913	1913	707,140	100	84	84	82 1/2	83 1/2	5 8 6	81	83	1 June 1 Dec	Emile Erlanger & Co.		
Do 5% Ex. Gld. Ln. '10	96 1/2	1,047,620	1%	Pur ordwgs	..	1,013,500	100	91	92	89 1/2	91	5 10 0	98 1/2	90	Quarterly	Emile Erlanger & Co.		
Austrian.																		
4% Con Kron Renten	..	1763857480	kr..	None	Irred.	1763857480	2100	83 1/2	83 1/2	83 1/2	83 1/2	4 17 0	86 1/2	81 1/2	1 May 1 Nov	Vienna.		
4% Gold Renten	..	490,850,200	fl..	None	Irred.	490,850,200	100	87 1/2	87 1/2	86 1/2	88 1/2	4 11 6	92 1/2	84 1/2	1 Apl 1 Oct	Vienna in gold.		
Brazilian.																		
4 1/2% 1888	89	4,599,600	1%	Pur.	..	2,925,100	100	87	89	88	89	5 1 3	98	83 1/2	1 June 1 Dec	Vienna in gold.		
4% 1889	90	19,837,000	1%	or dwgs.	..	17,820,700	100	74 1/2	77 1/2	72 1/2	77	5 5 3	85 1/2	72 1/2	1 Apl 1 Oct	..		
5% 1895	85	7,442,000	1%	..	..	7,025,500	100	95	96	90 1/2	95	5 8 0	103	90 1/2	1 Feb 1 Aug	Rothschilds.
5% Funding Bonds	..	10,000,000	1%	..	..	8,499,900	100	101	101	98	100 1/2	4 19 6	104 1/2	99	Jn. Ap. Jy. Oc.	..
4% Rl. Gr. Res. bds, '01-2	..	16,619,350	1%	Pur ordwgs	..	12,412,620	100	77	77	71 1/2	75 1/2	5 6 0	84 1/2	74 1/2	1 Jan 1 July	Lon. & Braz. Bk.		
5% Loan, 1908	93 & 97	8,500,000	1 1/2%	Pur ordwgs	..	7,788,100	100	95	98	93	97	5 4 3	103	95	1 May 1 Nov	..		
Bahia (State of) 5% 1904	91 1/2	1,613,800	1 1/2%	Pur ordwgs	..	1,008,000	100	90	90	87	88	5 14 3	97 1/2	88	1 May 1 Nov	Lon. & Braz. Bk.		
Do 5% Gld. Ln., 1913	93	1,000,000	1%	Pur ordwgs	..	997,160	100	82 1/2	82 1/2	75	78 1/2	6 7 6	88	80	1 Jan 1 July	..		
Com. Lloyd Bras. 5% bds	96	1,100,000	1%	April, Oct.	1916	276,200	100	100	100	98 1/2	100	5 0 0	102 1/2	98 1/2	1 Apl 1 Oct	..		
Do 4% Ster. Bonds	90	1,000,000	1%	None till 1916	..	1,000,000	100	86 1/2	88	82 1/2	88	4 12 0	95 1/2	83 1/2	1 Apl 1 Oct	..		
5% Loan, 1908	96	4,000,000	1%	Pur ordwgs	..	2,044,800	100	99	99	95 1/2	98 1/2	5 2 0	102	95	1 Jan 1 July	Rothschilds.		
4% Loan, 1910	87 1/2	10,000,000	1%	Pur ordwgs	..	9,840,900	100	75	77	72	75 1/2	5 6 9	85 1/2	71	1 Feb 1 Aug	Rothschilds.		
4% Loan, 1911	92	4,500,000	1%	Feb., Aug.	..	4,276,000	100	86	91	83 1/2	90	4 10 6	95 1/2	84	1 Mar 1 Sep	..		
4% Bonds	..	2,400,000	1%	None till 1916	..	2,400,000	100	75	75	70 1/2	74 1/2	5 8 0	82	71 1/2	1 Jan 1 July	..		
5% Loan, 1913	97	11,000,000	1%	Pur ordwgs	..	11,000,000	100	93 1/2	91 1/2	92 1/2	93 1/2	5 3 3	..	..	1 Apl 1 Oct	..
Para (St. of) 5% Gd. Bds.	88	1,450,000	1%	Pur ordwgs	..	1,339,250	100	90 1/2	90 1/2	85 1/2	87 1/2	5 15 0	93 1/2	88 1/2	1 Jan 1 Oct	Seligman Bros.		
Rio de Janeiro (St. of) 5%	96 1/2	3,000,000	1%	None till 1915	..	3,000,000	100	86	88 1/2	84 1/2	85 1/2	5 14 6	94 1/2	84	1 Apl 1 Oct	..		
San Paulo 5% Strl. 1888	97 1/2	787,500	1%	April, 1889	1924	411,700	100	97	97 1/2	96 1/2	97 1/2	5 9 0	101	96	1 Apl 1 Oct	J. Henry		
Do 5% bonds	90	1,000,000	1%	May, Nov.	..	12,800	100	101	101	99	99 1/2	5 1 0	101	99 1/2	1 Jan 1 July	Schroder & Co.		
Do 5% bonds, 1904	94	1,000,000	1 1/2%	Pur ordwgs	..	847,360	100	94	94 1/2	92	94 1/2	5 2 0	101	93 1/2	1 Apl 1 Oct	Lon. & Braz. Bk.		
Do 5% Treasury Bds.	97	7,500,000	1%	Pur ordwgs	..	5,000,000	100	101 1/2	101 1/2	98	99	5 1 0	102 1/2	97 1/2	1 Jan 1 July	J. H. Schroder.		
Bulgarian.																		
5% Gold Loan, 1902	..	4,197,600	1%	May Nov.	..	2,624,200	100	103	104	96	98 1/2	6 1 9	104 1/2	96 1/2	15 Jan 15 July	Imp. Otto- man Bank.		
4 1/2% Gold Bonds, 1907	..	1,145,000	1%	Jan & July	..	3,948,263	100	87 1/2	87 1/2	83	83	5 11 6	89	82 1/2	1 Feb 1 Aug	Storn Bros.		
4 1/2% Gold Bonds, 1909	..	3,960,000	1%	May, Nov	..	3,891,492	100	81	81	78	78 1/2	5 15 6	89 1/2	78 1/2	1 June 1 Dec	J. H. Schroder.		
Chilean.																		
4 1/2% 1887	98 1/2	6,010,000	1%	Pur ordwgs	..	4,206,700	100	94	94	91	91 1/2	4 19 0	98	89 1/2	1 Jan 1 July	Rothschilds.		
4 1/2% 1889	97 1/2	1,160,200	1%	Pur ordwgs	..	839,600	100	91	91 1/2	88	88 1/2	4 18 3	93	85 1/2	1 Jan 1 July	Rothschilds.		
4 1/2% 1893	101 1/2	1,546,392	1%	Mar	..	1,224,072	100	91	92	88	89 1/2	5 0 6	94	86	1 Jan 1 July	Deutsche Bank.		
5% 1892	95	1,800,000	1%	Pur ordwgs	..	1,447,800	100	98	98	96	96 1/2	5 4 3	100 1/2	96	1 Jan 1 July	Deutsche Bank.		
4 1/2% 1895	93 1/2	2,000,000	1%	Pur ordwgs	..	1,688,200	100	88	90 1/2	86	89	5 2 3	92	86 1/2	1 Apl 1 Oct	Rothschilds.		
5% 1896	95 1/2	4,000,000	1%	Pur ordwgs	..	3,483,600	100	98	98	95	95 1/2	5 4 3	100 1/2	95 1/2	1 Jan 1 Oct	Rothschilds.		
5% 1905	95 1/2	1,850,000	1%	Pur ordwgs	..	1,267,700	100	98	98	94 1/2	95 1/2	5 4 3	100	96	1 Jan 1 Oct	Rothschilds.		
4 1/2% Gold Loan, 1906	94 1/2	3,700,000	1%	Pur ordwgs	..	3,091,160	100	89 1/2	91 1/2	89 1/2	91 1/2	5 0 0	96	88	1 Apl 1 Oct	Speyer Bros.		
5% Bonds, 1909	96 1/2	3,000,000	1%	Pur ordwgs	..	2,952,600	100	97	97	93 1/2	95 1/2	5 4 3	100	95	1 Jan 1 July	Rothschilds.		
5% Loan, 1910	99	2,600,000	1%	Pur ordwgs	..	2,517,040	100	96	96 1/2	95	96	5 4 3	100	95 1/2	1 June 1 Dec	Rothschilds.		
5% Loan, 1911	98 1/2	9,905,000	1%	Pur ordwgs	..	2,401,360	100	98	98 1/2	94 1/2	96 1/2	5 4 3	101	95 1/2	15 Jan 15 July	Rothschilds.		
5% Ann. Series A	95	4,025,000	1%	Pur ordwgs	..	5,000,000	100	94	96	93 1/2	96 1/2							

ARGENTINE GOVERNMENT

5% INTERNAL GOLD LOAN 1909.

ISSUE OF
Gold Pesos 50,000,000 = £10,000,000 Sterling = Fcs. 252,000,000 =
Rm. 204,500,000 = \$48,650,000 (U.S.A.)

In Bonds to Bearer of Gold Pesos 100 (£20), Gold Pesos 500 (£100), Gold Pesos 1,000 (£200) and Gold Pesos 5,000 (£1,000).

Authorized by Laws No. 5559 dated 11th September, 1908, No. 5681 dated 12th October, 1908, and No. 6011 dated 13th October, 1908.

Principal and Interest payable in Buenos Aires in Gold Pesos, in London in Pounds Sterling at the fixed exchange of 4 Shillings per Peso, in Paris in Francs at Fcs. 5.04 per Peso, and in Berlin in Reichsmarks at Rm. 4.09 per Peso, and in New York in Dollars at \$0.973 per Peso free from all present and future Argentine Taxes.

Issue in LONDON of

Gold Pesos 14,800,000 = £2,960,000 Sterling,

being part of the above.

Messrs. BARING BROTHERS & CO., Limited.
Messrs. J. S. MORGAN & CO.

are prepared to receive subscriptions for the above issue of Bonds to the amount of **£2,960,000** at the price of **98** per cent., payable as follows:—

On application	£10	Os. Od.	per Bond of £100.
On allotment	£18	Os. Od.	" "
1 June, 1909	£30	Os. Od.	" "
4 August, 1909	£40	Os. Od.	" "
£98 Os. Od. per Bond of £100.			

Payment in full may be made under discount at the rate of 2 per cent. per annum on allotment, or on 1 June, 1909.

The Loan is redeemable in 36 years at the latest by means of an accumulative Sinking Fund of 1 per cent. per annum, to be applied half-yearly by the purchase or tender of Bonds at or under par, or by drawings at par should the Bonds be at or over par. The first operation of the Sinking Fund will take place in the month of December, 1909. Drawn Bonds will be payable on the 1 March or 1 September following the date of the drawing.

The Government undertakes not to increase the Sinking Fund or to redeem the whole of the Loan before the 1 March, 1914.

A Coupon payable on 1 September, 1909, will be attached to the Scrip Certificates for interest calculated at the rate of 5 per cent. per annum on the instalments from the due dates thereof to the 1 September, 1909.

Scrip Certificates to bearer will be delivered as soon as possible in exchange for Allotment Letters. Definitive Bonds will in due course be delivered in exchange for fully-paid Scrip Certificates.

Coupons will be payable on the 1 March and the 1 September in each year, the first Coupon on the Bonds being for the six months' interest due on the 1 March, 1910.

The balance of the Loan has been reserved for issue

In Paris by—

Banque de Paris et des Pays-Bas.
 Comptoir National d'Escompte de Paris.
 Société Générale pour favoriser le développement du Commerce et de l'Industrie en France.
 Crédit Lyonnais.

In Berlin by—

Direction der Disconto-Gesellschaft.
 Deutsche Bank.

And in New York by—

Messrs. J. P. Morgan and Co.
 First National Bank.
 National City Bank of New York.

If no allotment be made, the deposit will be returned in full; and if only a portion of the amount applied for be allotted, the balance of the deposit will be appropriated towards payment of the amount due on allotment. In default of the payment of any instalment when due all previous payments will be liable to forfeiture.

Particulars of the issue are contained in the letter dated 20 February, 1909, from his Excellency Señor Don Florencio L. Dominguez, of which a copy is attached.

Prospectuses and Forms of Application may be obtained from—

MESSRS. BARING BROTHERS & CO., LIMITED,
 8, BISHOPSGATE WITHIN, LONDON,
 AND COTTON EXCHANGE BUILDINGS, LIVERPOOL.

MESSRS. J. S. MORGAN & CO.,
 22, OLD BROAD STREET, LONDON.

London, 23 February, 1909.

The List of Subscriptions will be closed on or before 26 February, 1909.

LEGATION OF THE ARGENTINE REPUBLIC,
 2, PALACE GATE,
 KENSINGTON, LONDON, W.

20 February, 1909.

MESSRS. BARING BROTHERS and Co., Limited.

MESSRS. J. S. MORGAN and Co.

THE BANQUE DE PARIS ET DES PAYS-BAS.

COMPTOIR NATIONAL D'ESCOMPTE DE PARIS.

SOCIÉTÉ GÉNÉRALE POUR FAVORISER LE DÉVELOPPEMENT DU COMMERCE ET DE L'INDUSTRIE EN FRANCE.

CRÉDIT LYONNAIS.

DIRECTION DER DISCONTO-GESELLSCHAFT.

DEUTSCHE BANK.

MESSRS. J. P. MORGAN and Co.

FIRST NATIONAL BANK.

NATIONAL CITY BANK OF NEW YORK.

Gentlemen,

In compliance with instructions received from his Excellency the Minister of Finance of the Argentine Republic, I have the honour to inform you that the Executive are empowered by Laws No. 5,559 dated 11 September, 1908, No. 5,681 dated 12 October, 1908 and No. 6,011 dated 19 October, 1908, to create Internal Gold Bonds for the purpose of providing for expenditure made and to be made on Government Railways, for providing further capital for the Bank of the Nation, and for other Public Works, and that the \$50,000,000 (Fifty million Argentine Gold Pesos) Bonds bearing 5% interest, with a Sinking Fund of 1%, which you are now offering for Subscription, are created under these powers and approved by Presidential Decree dated 19 February, 1909.

I beg also to state for your information, that in the Presidential Message submitting to the National Congress in August, 1908, the Budget Estimates for 1909, the requirements for interest and amortization on the Argentine National Debt, in relation to the total Revenue Estimates, averaged the following figures for the periods mentioned, viz.:

for the 5 years 1890-1894	43.64	per Cent.
for the 5 years 1895-1899	36.62	"
for the 5 years 1900-1904	42.78	"
for the year 1905	34.94	"
for the year 1906	28.35	"
for the year 1907	26.64	"
for the year 1908	26.40	"

I am, Gentlemen, yours faithfully,

(Signed) FLORENCIO L. DOMINGUEZ.

Envoy Extraordinary and Minister

Plenipotentiary of the Argentine Republic in Great Britain.

FORM OF APPLICATION.

Argentine Government 5 per cent. Internal Gold Loan 1909.

Issue in London of Gold Pesos 14,800,000 = £2,960,000 Sterling.

To
 MESSRS. BARING BROTHERS and Co., Limited,
 MESSRS. J. S. MORGAN, and Co.,
 London.

Gentlemen,

I/We request that you will allot to me/us £..... say.....
 Pounds Nominal Capital of the above Loan, on which I/we enclose £.....
 being the requisite deposit of £10 per Bond of the nominal value of £100, and I/we agree to
 accept that amount or any less sum that may be allotted to me/us and to pay the subsequent
 instalments thereon in accordance with the conditions of the Prospectus, dated 23 Feb-
 ruary, 1909.

Signature

(Please write distinctly.) Name in Full

Address

Acima temos um exemplo de contrato de emissão. Esse contrato nos informa que a Argentina está oferecendo um título que possui uma remuneração de 5%. O valor total da emissão corresponde a £ 2,960,000 (libras esterlinas) e os intermediadores financeiros são os Baring Brothers e J.S. Morgan.

Abaixo temos os preços de alguns títulos argentinos, brasileiros e japoneses e a e suas variações em seis datas da semana anterior ao lançamento do título da Noruega “4% loan of 1911”. Podemos verificar uma variação nos preços dos títulos nessas datas o que traduz a possível entrada ou saída de outros títulos nesse mercado.

	Bond	Norwegian 4% loan of 1911					
Country	Bond	price 6 d.b.	price 5 d.b.	price 4 d.b.	price 3 d.b.	price 2 d.b.	price 1 d.b.
Buenos Ayres	6% 1824	55,66	55	55,25	55,75	56	55,75
	3%	72,75	72,75	72,75		73	72,75
	190800%		99,75				
	190900%	94,5	94,75	94,5		94,5	94,5
	191000%	99,25	99,38	99,125	99,25	99,25	99,25
Bahia		98,25		98,25		99	
Brazil	1883	*		100,75	100,5	99	
	1888	100		99,625		99,13	
	1889	*			88,25	88,38	88,13
	1895		101,4	101,25	101,8	101,6	101,4
	fundind bonds		103,9		103,6		
	rescision		88,13	88,125	88,13	87,88	88,25
	1903	101,9	101,6	101,5	101,7	101,9	101,8
	1908		*	*		102,3	102,5
	1910	87,13	87,25	86,875	86,88	87	87,13
Japan	5% 1897						
	4% Sterling Loan 1899	92	92,19	92,125	91,88	92	92
	D0 2 nd series (12,000,000)	100,3	99,81	99,625	99,5	99,75	99,5
	4,5% Sterl. Loan 1905	99,5	99,63	99,625	99,44	99,38	99,56
	4% Sterl. Loan 1905	93,13	93,44	93,438	93,13	93,25	93,06
	5% Sterling Loan 1907	104,4	104,4	104,69	104,6	104,5	104,8
	4% Sterling Loan 1910	93,13	93,13	93,125	93	93,13	93,06

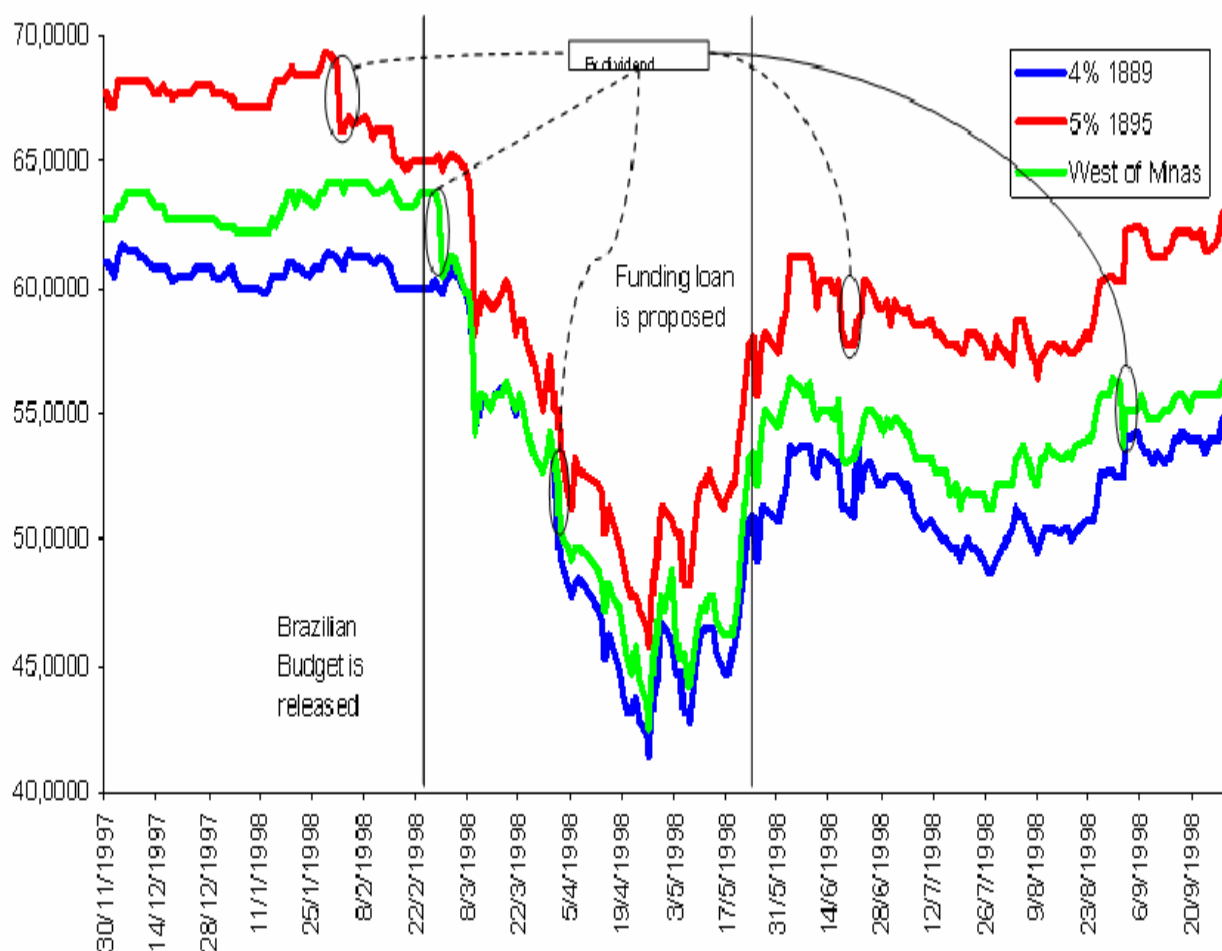
Legenda: d.b. = day before = dia anterior

Abaixo temos as cotações dos mesmos títulos citados acima, porém, em seis datas posteriores ao lançamento do título da Noruega “4% loan of 1911“. Através desse método, poderemos futuramente rodar regressões utilizando técnicas econométricas para mensurar o efeito do lançamento de determinado título em cima do preço dos demais títulos que estavam sendo negociados no mercado no período em questão.

	Bond	Noruegia n 4% loan of 1911					
Country	Bond	price 1 d.a.	price 2 d.a.	price 3 d.a.	price 4 d.a.	price 5 d.a.	price 6 d.a.
Buenos Ayres	6% 1824	55,75	55,5	56	56,25	56,5	56
	0,03	72,75	72,5	*	*	72,5625	*
	1908						102,5
	1909		94,9375		94,5		
	1910	99,13	99,125			99,375	99,25
Bahia			98,25				
Brazil	1883	100,3					
	1888	99,75		99,75	99,125		
	1889	88	88,25	89,25	88,25	87,75	88
	1895	101,6		101,5	101,875		102
	fundind bonds	103,6			104	104,25	103,75
	rescision	88,25	88	88,25	87,75	87,875	87,75
	1903	101,6	101,75	101,6875	101,4375	101,5	101,125
	1908	102,6	102,75	102,75	102,375	102,75	102,5
	1910	87,13	86,75	87,25	86,875	86,9375	87
Japan	5% 1897						
	4% Sterling Loan 1899	91,75	92,125	92	92,125	92,0625	91,75
	D0 2 nd series (12.000.000)	99,5	99,5625	99,73333	99,75	99,375	99,625
	4,5% Sterl. Loan 1905	99,63	99,625	99,5	99,25	99,5	99,5
	4% Sterl. Loan 1905		93,25	93,25	93,125	93,1875	93
	5% Sterling Loan 1907	104,6	104,625	104,625	104,375	104,5	104,25
	4% Sterling Loan 1910	92,88	92,875	93,0625	92,875	93,125	93,0625

Legenda: d.a.= day after = dia posterior

Convém explicitar aqui uma abordagem específica de nosso trabalho. O gráfico abaixo mostra a evolução dos preços de títulos Brasileiros dentro do período abordado. Podemos notar uma considerável queda nos preços dos títulos brasileiros quando o orçamento brasileiro foi publicado na mídia londrina. No entanto, o anúncio do “Funding Loan” é concomitante com um aumento nos preços. Isso ocorreu porque as previsões do investidor em relação ao cenário da crise Brasileira eram piores do que a versão apresentada pelo governo. Definimos nosso período de análise nesse caso de 02/01/1898 até 06/01/1898.



Desde 1858, o banco comercial “N. M. Rothschild & Sons Limited” eram os banqueiros oficiais do governo brasileiro em Londres. Conseqüentemente, a totalidade dos títulos da dívida pública brasileira no período de 1898 em nossa amostra foram introduzidos por esse banco, caracterizando uma relação de laços muito forte. O motivo da presença desse exemplo aqui é enfatizar o fato de o relacionamento financeiro ser um aspecto relevante quando se trata de finanças públicas. Como podemos perceber, os “N. M. Rothschild & Sons Limited” foram parceiros do Brasil tanto em épocas de crise quando os preços de títulos da dívida pública brasileira estavam baixos quanto em épocas mais prósperas.

Conclusões

Esse projeto é sem dúvida um trabalho de grande importância para o estudo de empréstimos relacionais na medida que a partir de dados empíricos podemos estimar o valor do relacionamento financeiro e o papel dos bancos comerciais tanto no período abordado em nosso projeto quanto nos dias atuais. As conclusões técnicas de nosso projeto não foram de todo concluídas uma vez que ainda resta trabalho a fazer. O que podemos adiantar é que existe uma tendência de países lançarem títulos através de determinado banco comercial durante um determinado período de tempo, perpetuando sua relação ao longo tempo o máximo possível.

Outro aspecto relevante nessa conclusão é a manifestação de minha pessoa em relação aos benefícios que o projeto eventualmente me trouxe. A possibilidade de entrar em contato com uma base de dados como a constituída em nosso projeto fez com que eu refletisse sobre a importância do mercado de crédito para o desenvolvimento de países. Sem esse mercado que estudamos não haveria ferrovia que até hoje transporta minérios para nossas siderurgias. Nesse contexto, fica evidente a importância dos intermediadores financeiros na medida que eles viabilizam o lançamento e as negociações desses títulos públicos. O projeto aumentou meus conhecimentos na área de finanças públicas e me auxiliou na capacidade de desenvolvimento de métodos eficientes de trabalho. Além disso, o projeto fez com que surgisse oportunidade de discussões sobre o assunto com colegas mais qualificados o que acaba por enriquecer ainda mais minha experiência. Outro ponto positivo do projeto reside no fato de, por exigir certo grau de comprometimento e envolvimento, a iniciação científica fez com que eu desenvolvesse ainda mais meu senso de responsabilidade e disciplina. Pude ver de perto como ocorrem pesquisas na área econômica que acabam dando origem a novas teorias e conceitos no âmbito das ciências econômicas.

Referências

- [1] Abreu, M. (2002): Os funding loans brasileiros - 1898-1931. Planejamento e Pesquisa Econômica, 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.