

EMPRÉSTIMOS RELACIONAIS NO MERCADO LONDRINO DE DÍVIDA SOBERANA: 1870-1914

Aluna: Alessandra Sayão dos Santos
Orientador: Marcelo de Paiva Abreu

Introdução

O trabalho apresenta como temática central a observação e análise dos fluxos financeiros de capitais aos países que não integravam o eixo central da economia mundial, e suas relações com a praça de crédito internacional. Como forma de análise empírica utilizou-se o estudo dos títulos públicos nacionais (estaduais e municipais em alguns casos), principal forma de captação de crédito para os países.

Em um mundo desprovido de meios velozes de informação, o elo entre países assemelhados e de alguma forma próximos financeiramente, como por exemplo tendo o mesmo agente emissor do título, poderia ser ainda mais importante para decisões como empréstimos e financiamento.

O emissor do título nesse cenário adquire uma grande importância por transmitir ao mercado o risco ao qual esses estavam correndo. A credibilidade das decisões do emissor (“*underwriter*”) em emitir ou não um título, ou simplesmente incentivar sua compra, garantiria o sucesso ou insucesso da operação creditícia.

É nesse cenário que se efetuam os estudos empíricos, tomando como base o elo entre países com o mesmo emissor de títulos, sua credibilidade perante o mercado e as decisões de dívidas públicas internacionais assumidas pelos países. Principalmente, em momentos como o “*Brazilian Funding Loan*” (Brasil - 1898) e o “*Greek Funding Loan*” (Grécia – 1893). Para isso foi estuda a principal praça bancária de crédito mundial, a cidade de Londres.

As duas principais características do mercado londrino de dívida soberana, entre 1870 e 1914, era o alto nível de assimetria de informação que havia entre credores e devedores e a importante atuação do sistema bancário, principalmente dos bancos comerciais, como intermediadores financeiros. Veremos que o mercado de emissão de títulos da dívida soberana de países estrangeiros era dominado apenas por uma pequena parcela de bancos, como, por exemplo, o Rothschild e o Baring Brothers.

Outras características desse mercado de dívida soberana no período eram:

1. a ausência de instituições e coerções legais que fossem capazes de fiscalizar o cumprimento das cláusulas contidas nos contratos;

2. o fato de que o mercado monetário europeu era a principal (e muitas vezes a única) fonte de financiamento externo para os países. O mercado Americano de dívida soberana só aparecerá com força alguns anos mais tarde.

Os intermediadores financeiros agiam na operacionalização do crédito, realizando toda a parte burocrática das operações e assumindo o risco de reputação ao trazer um novo país ou título ao mercado. Dessa forma, apenas grandes bancos poderiam se dar ao luxo de tal empreitada.

Desenvolvimento

Entender a dinâmica do processo de financiamento dos países que não faziam parte do centro econômico mundial e as decisões acerca da tomada de risco e efetivo financiamento dos mesmos tendo em vista a observação dos movimentos financeiros na praça financeira mais importante à época, Londres.

Com esses dados, poderíamos formular hipóteses sobre a relação entre os agentes econômicos e os países, chegando assim a conclusões sobre a sensibilidade das reações dos agentes sobre um determinado país após uma ação em outro país quando os dois possuísem o mesmo “*Underwriter*”. Por exemplo, a queda do valor dos títulos do país A quando do “*default*” (não pagamento da dívida) pelo país B se esses fossem de alguma forma interligados financeiramente. Ou seja, se de alguma forma, poderíamos indicar contágio entre decisões de países muitas vezes completamente diferentes, mas que por uma questão financeira pudessem ter o mesmo intermediário financeiro.

Esse ligação poderia gerar o que é conhecido no mercado hoje como “efeito manada”, aonde o mercado ao identificar o problema em um determinado país vendesse os títulos de dívida soberana ao mesmo tempo, para se proteger então, eles também venderiam os títulos de outros países assemelhados e assim gerar grande volatilidade e desconfiança no mercado de dívida, afetando dessa forma países que estivessem em situações as vezes opostas.

Para isso, foi utilizada como método empírico de pesquisa as informações financeiras acerca dos títulos internacionais, tais como preço de fechamento para títulos, tamanho da dívida, volume de negócios, novas emissões primárias, taxas de juros e relações após movimentos de crise entre os países.

O trabalho não apenas se preocupou em procurar informações quantitativas sobre o processo de crédito mundial para países emergentes, mas também análises qualitativas desses mecanismos de transmissão informacional.

A partir daí poderíamos utilizar métodos de análise econométricas específicos para estudar a correlação entre esses títulos e acontecimentos, e verificar se esses resultados eram significantes estatisticamente. Como, por exemplo, quebras estruturais no modelo após um determinado país de dado “*Default*” em sua dívida. Foram utilizados programas econométricos específicos para esta parte da análise.

Os resultados então eram confrontados com a teoria econômica para que se alcançasse o máximo de consistência com os modelos teóricos analisados durante o curso de economia e as principais vertentes do pensamento econômico moderno. Todo esse processo só era exposto após criteriosa seleção de períodos e dados para que as análises não apresentassem nenhum tipo de viés ou inconsistência.

Como principais fontes de pesquisa destacamos o jornal “*The London Times*” e o “*Investor’s Monthly Manual*”. A partir dessa coleta e com os dados formatados, foi sendo criado o banco de dados que nos levaria a realizar as análises. A seguir se encontra um exemplo do “Manual Mensal do Investidor” aonde a esquerda podemos observar o nome dos países e os títulos que cada um emitiu até a presente data de apuração dentro desse prospecto. Podemos verificar também o valor nominal de cada título, sua estrutura de pagamento de juros, pagamento de principal, prazo, banqueiro que emitiu o título e o valor que estava sendo negociado o título no

Conclusões

Ao final do estudo, encontramos uma relação positiva e significativa entre episódios de crise financeiras e contágio entre países. Dessa forma podemos dizer que os agentes efetivamente montavam suas expectativas e possibilidades de investimento com base em processos informacionais que tinham como parâmetros os agentes “underwriters” e sua credibilidade perante países durante o período de tempo estudado.

Até hoje os processos informacionais são de casos de grande interesse e constatação nos mercados financeiros mundiais. Como os agentes montam seus portfólios com base em expectativas de retorno e risco era de se esperar que o mesmo acontecesse nessa época. O problema todo advém, como já foi explicitado ao longo do trabalho, da pouca informação disponível aos agentes sobre os investimentos e os países que estavam sendo analisados.

Essa caótica estruturação financeira só era possível com intermediários que possuísem os meios para transferir reputação e credibilidade aos papéis de devedores, como o Brasil. Sem os esses agentes não haveria condições de o Brasil contrair débitos com o resto do mundo e assim investir em infra-estrutura e no desenvolvimento do Brasil como foi feito nesta época.

É óbvio que em momentos de crise e baixa liquidez internacional o Brasil encontrava dificuldades para se financiar, mas cabe destacar que o Brasil nunca emitiu um “*Default*” no período analisado, mas realizou transações de transferência de pagamentos da dívida e esses foram sentidos por outros países do grupo pertencente aos seus emissores clássicos de dívida soberana.

Ao final pudemos concluir que existiu contágio inter grupos de agentes emissores de títulos, o que corrobora com o estudo em análise e abre caminho para a análise mais aprofundadas dos resultados dessas correlações com variáveis macroeconômicas estruturais de grande importância e interesse como crescimento, desenvolvimento, inflação e emprego.

Referências

- 1 - ABREU, M. **Os Funding Loans Brasileiros – 1898–1931**. Planejamento e Pesquisa Econômico, 32, 515-540, 2002.
- 2 - AOKI, M. AND DINC, S. **Relational Financing as an Institution and its Viability under Competition**. Mimeo. Stanford University, 1997.
- 3 - BERGER, A, AND UDELL, G. **Small Business Credit Availability and Relationship Lending: the Importance of Bank Organizational Structure**. The Economic Journal, 112, F32-F53, 2002.
- 4 - CARDOSO, E. AND DORNBUSH R. **Brazilian Debt Crisis: Past and Present**. In: Eichengreen, B. And Lindert P. The International Debt Crisis in Historical Perspective. MIT Press, 1998.
- 5 - COLE, R. **The Importance of Relationships to the Availability of Credit**. Journal of Banking & Finance, 22, 959-977, 1998.
- 6 - FEIS, H. Europe: the World's Banker 1870-1914. A.M. Kelley, 1964.
- 7 - MARICHAL, C. **A Century of Debt Crisis in Latin America: From Independence to the Great Depression, 1820-1930**. Princeton University Press, 1998.
- 8 - RAJAN, R. **The Past and Future of Commercial Banking Viewed Through an Incomplete Contract Lens**. Journal of Money, Credit and Banking, 30, 524-550, 1998.
- 9 - STIGLITZ, J. AND WEISS, A, **Credit Rationing in Markets with Imperfect Information**. The American Review, 71, 393-410, 1981.