

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

Aluno: Bernard Fontes Tamler
Orientador: João Manoel Pinho de Mello

Introdução

A recente literatura de finanças internacionais tem reconhecido a existência de ligações informacionais entre países. De fato, o que ocorre é que choques de países afetam outros, mesmo na ausência de *links* econômicos primários. Tais *links* têm sido chamados de *informational spillover* – ou algo como transbordamento informacional. Todavia, a literatura não foi capaz ainda de produzir justificativas econômicas racionais para a ocorrência de tais *links* (nem teoricamente ou empiricamente). No trabalho que ajudei a produzir mostramos que, na medida em que países tivessem o mesmo intermediário financeiro, haveria um contágio entre eles.

Na época em estudo, Londres exercia o papel de principal centro financeiro mundial. Dessa forma, estudamos dois eventos de crise: o “*Brazilian Funding Loan of 1898*” e o “*Greek Funding Loan of 1893*” para testarmos a hipótese de que realmente ocorria tal contágio informacional. Conseguimos, a partir de tais dados empíricos, mostrar que países sem ligações econômicas tinham realmente *links* com outros países, desde que possuíssem o mesmo intermediário financeiro. De fato, o preço dos títulos sofria uma redução no mercado secundário de títulos acima e além do resto do mercado (refiro-me aos países com *links* em relação aos devedores em crise). Portanto, pudemos perceber que desde que a dívida entre países fosse atrelada a um mesmo underwriter – os bancos que intermediavam tais empréstimos – haveria uma ligação entre eles. Na verdade, os investidores alteravam suas prioridades ao perceber uma crise e assim reviam o que acreditavam ser o valor de outros contratos feitos pelo mesmo intermediário, gerando dessa forma um contágio informacional.

Podemos perceber que o mercado londrino de títulos pré-1914 possuía características em comum com os mercados atuais. De fato, duas dessas semelhanças são: a ausência de um sistema internacional legal que reforce contratos de dívida soberana e o fato do mercado de títulos continuar sendo a maior fonte de financiamento para países em dívida. Contudo, há diferenças como: a alta assimetria de informação quanto à capacidade dos devedores de honrarem suas dívidas e a função crucial desempenhada pelos bancos comerciais de intermediadores financeiros. Sem dúvida, havia uma relação de longo prazo entre devedores e tais intermediários no período 1870-1914. Como pudemos perceber diversos países nessa época fizeram todos seus débitos com o mesmo banco ou com um sindicato de intermediários financeiros liderados pelo mesmo banco. Mais importante do que isso foi o papel crucial que tais bancos exerceram ao prover conselhos macroeconômicos, aconselhando os devedores sobre como gerir suas dívidas e ainda provendo serviços como créditos de curto prazo.

Ao estabelecer relações de longo prazo com os devedores, os bancos conseguiam reduzir seus custos marginais de adquirir informações específicas de algum país e também aumentavam sua habilidade de monitorar clientes. Assim, existia uma vantagem comparativa de se subscrever à oferta inicial de títulos dos países. Também é importante ressaltar que a relação era observável entre os intermediários e os países, logo muito provavelmente isso conferia informações aos detentores dos títulos. Concluímos que tais características tornam o mercado londrino do período 1870-1914 um ótimo teste para avaliarmos nossa hipótese de

que havia realmente *contágio informacional por mesmo intermediário financeiro*. Um transbordamento que nos mostra que investidores levavam em conta a credibilidade do intermediário financeiro. Até porque este possuía uma relação há muito estabelecida com o devedor.

Os episódios de crise brasileira e grega foram escolhidos devido ao fato de satisfazerem as seguintes condições expostas a seguir. Primeiro ambos os países tinham uma forte relação com um banco comercial – o mais importante tipo de intermediário financeiro vigente na época. Ademais, em ambos os episódios a crise foi causada por razões internas ou choques de *commodities*, e não por uma crise generalizada vinda de centros financeiros desenvolvidos. Além disso, existia um grupo de países (fora o país em crise) que possuíam, no momento de *stress*, uma forte relação com o mesmo intermediário do país em crise. Finalmente, tal grupo de países não tinha *links* econômicos com os países em crise, assim não poderiam ter sido afetados diretamente pelos choques de *commodities*. Tais países no episódio brasileiro foram: Chile, Hungria e Rússia. Já no grego foram: Itália, Suécia e Noruega.

Desenvolvimento

Operando desde de 1820, o mercado londrino de dívida soberana era, até a Primeira Guerra Mundial, o mais importante em termos de volume negociado e variedade de devedores. Apesar de que a partir de 1870 outros mercados (como o de Paris e Berlin), e o de Nova York desde o final do século XIX, começaram a fazer competição com o mercado de Londres.

Na verdade, o mercado de Londres de dívida soberana podia ser dividido em três segmentos, de acordo com a regulação do mercado e com o grau de desenvolvimento financeiro dos seus participantes: colônias e domínios britânicos, devedores desenvolvidos financeiramente e o mercado periférico. Evidentemente tais segmentos tinham diferentes *modus operandi* em relação à dívida subscrita e, mais importante, devedores em diferentes segmentos tinham diferentes status de riscos. No trabalho, o mercado periférico foi nosso principal foco, isso porque a relação entre esses países e os intermediários de Londres desempenhavam um papel fundamental na transmissão de informações aos investidores. Acreditamos que isso ocorria porque nesse segmento periférico, o perigo moral e a assimetria de informação eram particularmente aguçados, aumentando assim a relevância do papel de monitoração dos intermediários financeiros. Finalmente, ao focarmos neste grupo conseguimos manter um certo grau de homogeneidade em nossa amostra de devedores.

O mercado periférico incluía basicamente quase todos os países Latino-Americanos, alguns países da Europa Oriental, países da África e da Ásia assim como países da Europa Ocidental com menos reputação como: Portugal, Espanha e Itália. Ao contrário do mercado colonial, este segmento não era regulamentado de nenhuma forma e, diferentemente da categoria de devedores financeiramente desenvolvidos, a maioria dos seus participantes não tinha um alto nível de desenvolvimento econômico, estabilidade política e ainda não possuíam estatísticas confiáveis referentes ao comércio e a política fiscal. Além disso, este grupo de países periféricos estava, em sua grande parte, afastado de Londres o que aumentava os custos de acessar informações específicas de cada país.

Na maioria dos casos, após 1860, dois tipos de intermediários financeiros foram usados pelos países periféricos: bancos comerciais e *joint-stock banks*. Bancos comerciais eram usados principalmente para grandes financiamentos privados de alta reputação, o que praticamente monopolizou o mercado de dívida soberana até 1860. Na verdade, o núcleo de negócios dos bancos comerciais eram os títulos externos e os contratos ferroviários. Como uma ilustração do domínio de bancos comerciais, entre 1815 e 1904 os dois maiores bancos britânicos, o *N. M. Rothschild and Sons Limited* (muitas vezes referido apenas como

Rothschild) e o *Barings Brothers & Co.* (referido como *Barings*), participaram de mais de 205 títulos governamentais, totalizando um valor de aproximadamente £ 2 bilhões (Davis and Galman, [2001, pp. 167-68]). Sendo que a maioria desses contratos ocorreu depois de 1870. Contudo, no final do século XIX, os bancos comerciais enfrentaram uma concorrência cada vez maior dos *joint-stock banks*. Estes eram basicamente de britânicos criados para intermediar especificamente acordos entre a Grã-Bretanha e algum outro país ou região específica.

Como *underwriters*, os bancos comerciais eram responsáveis por tarefas, algumas mais burocráticas como o gerenciamento de subscrições, fazendo assim pagamentos de cupons. Outras tarefas eram mais substanciais, como a atuação na garantia de alguns contratos e problemas referentes aos contratos. Um prospecto típico incluía informações detalhadas sobre os termos do empréstimo (a moeda que seria utilizada, o cupom, as datas de pagamento), informações sobre possíveis e específicos destinatários de empréstimos no futuro e informações sobre o país em geral. A seguir (na próxima página) um exemplo de uma parte de um prospecto referente ao empréstimo de £ 1,000,000 adquirido pela República de Salvador (hoje em dia, Eu Salvador) em 1908. Este prospecto é bastante ilustrativo trazendo informações detalhadas do balanço de pagamentos do país, além de informações sobre o principal produto de exportação do mesmo (café) e ainda sobre sua relação com os vizinhos (países). Interessante ressaltar que o prospecto explicitamente informa a presença de um representante dos interesses do país e de relações com o governo de Salvador.

No mercado periférico, vários países estabeleceram relações longas com um intermediário financeiro ou com um sindicato de bancos (normalmente quando o país emitia um débito concomitantemente em mais de um mercado europeu). Tais relações eram observáveis para o público já que os devedores repetidas vezes selecionavam o mesmo intermediário para serem agentes da oferta pública inicial soberana. Portanto, como de fato observamos, a grande maioria dos países periféricos tinham suas dívidas realmente geridas pelo mesmo intermediário financeiro.

Na verdade, quando investiam seu dinheiro em mercados periféricos, o investidor enfrentava significantes incertezas sobre a situação financeira dos devedores. De fato, na história dos mercados periféricos, a grande parte dos débitos, foram inúmeras vezes não pagas ou renegociadas. Desde 1820 até a Primeira Guerra Mundial, grandes devedores como México, Argentina, Grécia, Portugal, Espanha, Turquia, Egito assim como pequenos países como Santo Domingo, Honduras, Paraguai, Colômbia, Uruguai, Libéria e Venezuela foram parte, por longos períodos de tempo, de uma vasta lista de não pagadores. Isso fez a tarefa de subscrever contratos de títulos (*underwriting*) ser de suma importância.

Como dito, os intermediários financeiros de fato conseguiam reduzir seus custos marginais ao colher informações específicas de devedores periféricos e ainda melhoravam suas habilidades de monitorar e aconselhar a estes países. Tais economias de escala eram ambas derivadas diretamente do acesso do intermediário às contas governamentais, e indiretamente através de conexões pessoais de representantes do governo, e firmas locais cujo intermediário também fazia negócios.

Já que normalmente o intermediário era responsável por pagamentos de cupons e amortização da dívida (Borchard [1951, pp. 21]), seja fazendo os pagamentos de quaisquer obrigações ou comprando títulos no mercado, o *underwriter* possuía uma direta fonte de informações preciosas da situação financeira do devedor. Além disso, os países eram obrigados a fornecer ao *underwriter* recursos necessários para fazer os pagamentos dos débitos. Por isso, qualquer demora ou dificuldades do devedor em cumprir tais tarefas chegavam ao conhecimento do banco intermediário. Em casos que o governo enfrentava dificuldades ele podia tentar de alguma forma resolver o problema sem o mercado ficar sabendo, porém o intermediário sempre iria saber. Concluímos então de que um intermediário

The List will be opened on the 3rd of March, and closed on or before the 7th of March, 1908.

REPUBLIC OF SALVADOR.

GOVERNMENT SIX PER CENT.
STERLING BONDS.

ISSUE OF £1,000,000

In 10,000 Bonds to Bearer of £100 each.

Having the direct obligation of the Supreme Government of the Republic of Salvador and specifically secured by a first charge upon the Special Customs Duty of \$3.00, American gold, upon every 100 kilogrammes of merchandise imported into the Republic, and upon the Export Tax of 40 cents, American gold, per quintal (100 lbs.), on a fixed quantity of 500,000 quintals, of coffee exported yearly from the Republic, such 500,000 quintals to be the first exported in each season.

The estimated annual proceeds of these two sources of revenue, payable in gold, specifically pledged to the service of this Loan is the sum of \$700,000 gold, say £140,000 sterling. The Government of Salvador has issued and deposited with the Bank in San Salvador designated by the Trustees, to be held at the disposal of and to the order of the Trustees for the Bondholders, Certificates for the said Special Customs Duty and Export Tax for 21 years, that is to say, covering the whole period of the existence of the Loan.

The Bonds will be secured by a Trust Deed in favour of the under-mentioned Trustees.

TRUSTEES FOR THE BONDHOLDERS.

Mark Jamestown Kelly, Esq., Chairman of the Salvador Railway Company, Limited, 7 and 8, Abchurch-lane, E.C.
Henry Manuel Bead, Esq., Manager, London Bank of Mexico and South America, Limited, 94, Gracechurch-street, E.C.

Interest at the rate of 6 per cent. per annum payable half-yearly, in London, at the Offices of the London Bank of Mexico and South America, Limited, on the 15th of February and the 15th of August. The first interest payment will be made on the 15th day of August, 1908, and will be calculated from the due dates of the respective instalments.

The sum of £25,000 (being 2½ per cent. upon the total nominal amount of the loan) is the amount required annually for the payment of interest and for the sinking fund for the redemption of the Bonds in 21 years. The sinking fund will be applied in the purchase of Bonds in the market should they be under par, or by yearly drawings during August in each year if the Bonds should be at or above par.

Principal and interest payable in sterling in London free of all existing or future taxes of the Republic.

Issue price £26 per £100 Bond,

payable as follows:—

£5	0s.	per cent. on Application.
£15	0s.	" " on Allotment.
£22	0s.	" " on 1st April, 1908.
£22	0s.	" " on 1st May, 1908.
£22	0s.	" " on 1st June, 1908.
£36	0s.	

The Bonds are issued under the direct responsibility of the Supreme Government of the Republic of Salvador in the terms of the General Bond (the form of which is printed in the fold of this Prospectus) and are specifically secured by a first charge upon the Special Customs Duty of \$3.00, American gold, upon every 100 kilogrammes of imported merchandise, and upon the Export Tax of 40 cents, American gold, per quintal on a fixed quantity of 500,000 quintals of coffee exported yearly from the Republic.

The average of the exports of coffee from the Republic during the three years 1904, 1905, 1906, was 662,000 quintals, and the average yield of the Export Tax during those years was \$34,000 dollars gold. The average yield of the special Customs Duty during the same three years was \$23,200 dollars gold. The complete figures for 1907 have not yet been received.

The annual fixed amount required to provide the interest and sinking fund is £25,000, while the figures given in the last preceding paragraph indicate that the Revenues specifically charged for the purpose exceed £140,000 per annum. The entire proceeds of these Revenues are to be remitted forthwith to the London Bank of Mexico and South America, Limited, which, after £25,000 has been appropriated for interest and sinking fund, and after providing for the administration expenses of the Loan, will hold the surplus at the disposal of the Government of Salvador.

With the object of providing the Trustees of the Bondholders with a permanent representative in Salvador to secure the regular remittance to London of the two Revenues specifically pledged by the Government for payment of the half-yearly coupons and sinking fund, an arrangement has been entered into with the Salvador Railway Company, Limited, which is an English Company, whereby that company shall with its own local organisation in Salvador receive forthwith the proceeds of the said Revenues and remit them continuously to the London Bank of Mexico and South America, Limited.

The Government of Salvador has no External Debt. The payment of a subsidy of £24,000 per annum to the Salvador Railway Company, Limited, of London, is secured on specific Revenue of the Government other than the Revenues hypothecated to this Loan, and has been met with unvarying punctuality. The Interior Debt, which in 1899 stood at about \$4 millions of silver dollars, has been reduced during the last two Administrations by purchases on the system of tenders, so that the outstanding internal Bonds amount to a sum of under 3¼ millions, principal and interest, of silver dollars.

	Customs.	Excise.	Other sources.	Total.
	Silver Dollars.			
1902	4,277,417.07	1,851,705.42	571,888.21	6,702,021.70
1903	4,273,123.92	1,945,706.19	573,205.58	6,792,035.69
1904	5,124,085.11	2,143,369.66	733,234.28	8,000,689.05
1905	5,587,748.17	1,924,911.67	1,044,633.33	8,556,443.07
1906	5,431,169.18	1,994,266.46	1,058,594.14	8,484,419.78
1907 (Budget estimate)	5,551,900.00	2,350,000.00	822,250.00	8,724,150.00

The value of the Imports and Exports during the same period was:—

	Imports.	Exports.
	Silver Dollars.	
1902	6,181,614.43	10,278,151.93
1903	6,940,077.47	14,173,283.11
1904	8,123,346.18	16,593,611.77
1905	9,776,658.22	14,008,533.15
1906	9,368,254.35	16,308,254.22

The foregoing figures show that the value of the exports of the Republic has been largely in excess of the Imports. The exports are mostly made up of Coffee, Indigo, Raisins, Sugar, Tobacco, and Gold and Silver from mines worked in the country, these metals representing during the above period an average value of about \$1,800,000 per annum.

The population of the country gives an average of about 133 inhabitants to the square mile, which is an exceptional density of population as compared with any of the Republics of Latin America.

The operation of the Railway system owned by the Salvador Railway Company, Limited, which connects the principal cities of the Republic, i.e., San Salvador, the capital, and Santa Ana, the principal centre of the coffee growing industry, with the Port of Acajutla, has greatly promoted the development of the country since this line was completed in 1900.

During the last few years public works of considerable importance have been undertaken by the State, and are being completed by the present Administration. The proceeds of this Loan will in part be applied to these objects and also to the repayment of recent local borrowing by the Government at a higher rate of interest.

At the Conference recently held at Washington, upon the friendly initiative of the Presidents of the United States and Mexico, the Delegates of the five Republics of Central America signed treaties which are calculated to insure permanent peace, and under such conditions a more rapid development of the great natural wealth of these countries may be expected. The transmission of the Executive Power in Salvador is effected with regularity, by popular suffrage, every four years, consecutive re-elections to the Presidential Office being barred by the Constitution of the Republic.

financeiro, ao lidar com a maior parte dos empréstimos de um país, tinha uma clara e completa visão da situação fiscal de curto prazo do devedor. A relação entre o Brasil e o *Rothschilds* exemplifica a importância do governo como um canal direto de informações. A passagem a seguir, do relatório da organização *N. M. Rothschild and Sons Limited Accounts* é reveladora (a tradução é livre e feita pela minha pessoa):

“A conta brasileira mostra o montante disponível de crédito do governo brasileiro, e o montante debitado de dividendos além das cargas de sinking funds. A conta é balanceada no final de cada mês e uma cópia é mandada ao governo. Ela contém também registros das prestações recebidas na conta em cada empréstimo...” (citado por Flores[2007])

Intermediários também adquiriam informações privilegiadas quando novos acordos de empréstimos eram negociados. Como por exemplo: o montante adquirido, o preço inicial, o risco do contrato (i.e., se o intermediário iria manter os títulos no caso de baixa subscrição), a garantia de ser cumprido independente dos resultados e condições do mercado em geral, a situação financeira do devedor e a competição entre os bancos para conseguir o contrato. Quando a situação do devedor ou do mercado em geral piorava, a habilidade do intermediário de conseguir cláusulas de proteção e conselhos melhorava. Por isso, era crucial no contrato do empréstimo ter algum tipo de cláusula que liberasse pelo menos alguma informação, e os intermediários se esforçavam para verificá-las. Contratos seqüenciais tanto reduziriam o custo de adquirir informações sobre os países como também aumentariam o *payoff* do intermediário de adquirir tais informações.

Outro ponto interessante era o valor que tais informações conferiam aos bancos. De fato, a decisão de divulgar ou não as informações era uma variável estratégica para os intermediários. Por exemplo, se um país estivesse sob crise financeira, mas o intermediário, usando suas informações privilegiadas, acreditasse que a crise era temporária e que a falência bancária poderia ser evitada (e.g. se o intermediário acreditasse que a crise era causada principalmente por um choque externo), a estratégia ótima do intermediário seria não revelar a situação completa aos detentores dos títulos. Estes que se soubessem desta informação poderiam ser mais pessimistas que o banco não fornecendo assim ajuda financeira adicional para sustentar as obrigações do país em crise.

Em ambos os episódios de crise estudados, a Grécia em 1893 e o Brasil em 1898, o comportamento do *underwriter* relacionado a cada país difere em relação à liberação da informação para o público em geral. No caso brasileiro, quando o acordo do empréstimo foi liberado ao público, ele foi acompanhado também de duas pequenas cartas entre o presidente do Brasil, Campos Salles, e Nathan Rothschild. Nessas cartas, o novo governo brasileiro se comprometia a adotar as medidas econômicas especificadas no acordo, que eram a redução do montante de moeda (*fiat money*) em circulação. Em contraste, quando *Hambro* (outro *underwriter*) estava negociando em 1893 o empréstimo com a Grécia, um oficial britânico foi enviado com ordens de elaborar um relatório da situação financeira do país. A viagem dessa pessoa era de conhecimento comum do mercado, e os seus achados eram liberados antes do empréstimo ser anunciado. De fato, no caso brasileiro, o empréstimo foi feito como planejado, sugerindo que o Brasil enfrentava um problema de liquidez. Logo após, o empréstimo grego foi cancelado e o que se viu a seguir foi um completo calote, sugerindo que a Grécia enfrentava a insolvência. A diferente atitude adotada pelos dois intermediários financeiros parece realmente ter contribuído sumariamente para cada país. Portanto, quanto mais o *underwriter* soubesse mais a condicionalidade aumentava, especialmente quando o país estava em crise.

O funcionamento da relação underwriter-país e como o mercado a percebia, motivaram nossa conclusão de que crises financeiras em um devedor revelavam informações importantes sobre o intermediário financeiro, que podia estar não se esforçando para adquirir informações, assim falhando em prover aos devedores apropriados incentivos, além de maus conselhos políticos ou ainda inclusive se comportando maliciosamente (i.e., ao subscrever a países que o banco soubesse que estavam à beira do colapso). Durante as crises, os investidores ao atualizarem suas prioridades, faziam com que houvesse um aumento no prêmio de risco de outros devedores com fortes laços ao mesmo banco que o país em crise. Gerando assim um *informational spillover*.

Na próxima página, temos um exemplo de um contrato emitido pelo Brasil em 1883 no mercado londrino. E ainda na oitava página temos o Manual Mensal do Investidor (IMM), onde o mesmo título aparece (é o último da lista dos títulos do Brasil).

O contrato foi, sem dúvida, a parte mais importante de nossa pesquisa e de maior valor agregado. De fato, todos os dados necessários para a construção de uma base de dados completa e precisa estão nele. E esta foi indubitavelmente uma tarefa trabalhosa e que tomou muito o meu tempo, porém ela é imprescindível para fazermos análises e regressões. Também é importante dizer que os contratos não variavam muito entre países. Na verdade, o que ocorre é que com o passar do tempo há uma mudança na estrutura e na forma com que os contratos vão sendo apresentados (algo como uma modernização deles).

Em nosso trabalho recolhemos diversas informações, mas as mais importantes foram: 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 o valor total emitido.

Diversas vezes, a porcentagem que um título iria pagar aos seus detentores vinha explícita no próprio título do contrato. Seguindo a lógica observamos que países como Brasil e Argentina, que possuíam riscos de calote maior devido ao não desenvolvimento financeiro dos mesmos, apresentavam juros mais elevados do que países como Dinamarca ou Suíça, que eram mais desenvolvidos financeiramente e não faziam parte do grupo chamado periférico. A lógica é a mesma dos dias atuais, o investidor somente irá comprar o título de maior risco se seu prêmio for maior, de outra forma ele iria preferir um título menos volátil e com menos risco.

Os *underwriters*, parte fundamental de nosso trabalho, foram não raro difíceis de serem encontrados com precisão. Somente com a leitura aguçada e da análise de diversos contratos que pudemos concluir com exatidão quais bancos haviam, de fato, sido os responsáveis pela emissão de títulos de determinado país. No caso do título brasileiro da próxima página, já era esperado que ele tivesse sido emitido pelo *N. M. Rothschild*, pois este tinha uma forte relação com o Brasil. Outro ponto de interesse é o preço de emissão (*issued price*), que representava o preço que os interessados pela compra do título teriam que pagar para adquirirem um lote de títulos. Já o valor total emitido representava a quantidade de dinheiro que o país necessitava naquele momento para se financiar. Tal dinheiro seria utilizado para cumprir com necessidades como a construção de ferrovias, obras de irrigação...

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 $4\frac{1}{2}$ 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 $4\frac{1}{2}$ 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 $4\frac{1}{2}$ 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.

Conclusão

No trabalho em que ajudei a produzir, documentamos um contágio informacional, em que o meio de transmissão um mesmo *underwriter*. Para fazermos isso, escolhemos dois episódios de crise financeira em diferentes períodos de tempo: o caso brasileiro e o grego. Como dito, em ambos episódios características desejáveis que nos ajudassem a identificar o contágio foram satisfeitas. Eram, sem dúvida, casos produzidos principalmente por crises internas que impediam a reestruturação do débito. E que, além disso, possuíam uma relação com um *underwriter* específico, e este em última instância possuía uma relação com outros países que, como vimos a partir dos dados, acabariam sendo afetados. É importante ressaltar que ao estimarmos o grau de relacionamento existente entre os agentes econômicos daquela época estaremos dando um grande passo para que se tenha um melhor entendimento do forte relacionamento existente entre credores e devedores hoje em dia.

Sem dúvida, o papel de intermediador financeiro na economia mundial já era naquela época importante e nos dias atuais tem sido cada vez mais importante para o crescimento das economias, já que facilita e torna as transações financeiras cada vez mais velozes. Não apenas os bancos ganham dinheiro com suas tarifas e através do *spread* bancário, como também as firmas acabam tendo uma grande redução nos custos de informação e transporte. De fato, com o desenvolvimento tecnológico, a informação tornou-se muito mais acessível e consegue-se transferir dinheiro em questão de segundos, o que antes era feito tão somente através de demoradas viagens de navios.

Portanto, a comprovação de tal *informational spillover* será importantíssima para compreendermos melhor como as finanças públicas funcionavam e funcionam nos dias atuais. A conclusão que fica é que realmente a qualidade de dois títulos estaria relacionada, desde que possuíssem o mesmo *underwriter*.

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 - BORCHARD, E. **“State Insolvency and Foreign Bondholders Volume I General Principles”**. New Haven: Yale University Press, 1951.
- 5 - 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.
- 6 - COLE, R. **The Importance of Relationships to the Availability of Credit**. Journal of Banking & Finance, 22, 959-977, 1998.
- 7 - DAVIS, L. and R. GALLMAN, **Evolving Financial Markets and International Capital Flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865-1914**, London: Routledge, 2003.

8 - FEIS, H. **Europe: the World's Banker 1870-1914**. A.M. Kelley, 1964.

9 - FLORES, J. **"Lending Booms, Underwriting and Competition: The Baring Crisis Revisited"**. Working paper in Economic History no. 07-01 (2007), Universidad Carlos III De Madrid.

10 - MARICHAL, C. **A Century of Debt Crisis in Latin America: From Independence to the Great Depression, 1820-1930**. Princeton University Press, 1998.

11 - 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.

12 - STIGLITZ, J. AND WEISS, A, **Credit Rationing in Markets with Imperfect Information**. The American Review, 71, 393-410, 1981.