



**Antônio Carlos de Azevedo Sodré**

***Informational Spillovers* no Mercado Londrino de Dívida  
Soberana pré-1914**

**Dissertação de Mestrado**

Dissertação apresentada como requisito parcial para  
obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-  
Graduação em Economia da PUC-Rio.

Orientadores: Prof. João Manoel Pinho de Mello e  
Prof. Marcelo de Paiva Abreu

Rio de Janeiro

Abril de 2007

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.



**Antônio Carlos de Azevedo Sodré**

***Informational Spillovers* no Mercado Londrino de Dívida  
Soberana pré-1914**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Economia da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

**João Manoel Pinho de Mello**

Orientador  
PUC-Rio

**Marcelo de Paiva Abreu**

Co-Orientador  
PUC-Rio

**Leonardo Bandeira Rezende**

PUC-Rio

**Eduardo Henrique de M. Motta Loyo**

UBS Pactual

**João Pontes Nogueira**

Coordenador Setorial do Centro de Ciências Sociais - PUC-Rio

Rio de Janeiro, 20 de abril de 2007

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

### **Antônio Carlos de Azevedo Sodré**

Graduou-se em Administração Pública na FGV-EAESP (Escola de Administração de Empresas de São Paulo - Fundação Getulio Vargas) em 2002. Atualmente é candidato ao título de Ph.D. em Management pela Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology.

#### Ficha Catalográfica

Sodré, Antônio Carlos de Azevedo

*Informational spillovers* no mercado londrino de dívida soberana pré-1914 / Antônio Carlos de Azevedo Sodré ; orientadores: João Manoel Pinho de Mello e Marcelo de Paiva Abreu. – 2007.

66f. : il. ; 30cm

Dissertação (Mestrado em Economia)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.

Incluí referências bibliográficas.

1. Economia – Teses. 2. Contágio informal. 3. Intermediação relacional financeira. 4. Experimentos naturais. 5. Mercado de dívida soberana pré-1914. I. Mello, João Manoel Pinho de Mello. II. Abreu, Marcelo de Paiva. III. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Economia. IV. Título.

CDD: 330

Aos meus pais, irmãos e Maria Fernanda Colaço Alves

À CAPES-Brasil, pela ajuda financeira, sem a qual este trabalho não poderia ter  
sido realizado

## Resumo

Sodré, Antônio Carlos de Azevedo; Mello, João Manoel Pinho de; Abreu, Marcelo de Paiva. ***Informational Spillovers no Mercado Londrino de Dívida Soberana pré-1914***. Rio de Janeiro, 2007. 66p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Nesta pesquisa documenta-se um novo canal de contágio internacional. Estuda-se o mercado de dívida soberana de Londres no período pré-1914, no qual, dada a ausência de agências internacionais de monitoramento e altos custos de coleta de informação, a intermediação financeira representou um papel importante na transmissão de informações aos investidores. A partir da análise de dois eventos de crise financeira - o Funding Loan brasileiro em 1898 e o Funding loan grego em 1893 - mostra-se que os preços de títulos públicos de países sem ligações econômicas com os países em que as crises se originaram, mas que mantinham relacionamento com os mesmos intermediários financeiros, sofreram uma significativa redução relativa logo após a ciência dos investidores sobre as crises. Este resultado sugere que os investidores extraíram informação sobre a qualidade do crédito dos países com base na existência de relações credor-intermediário financeiro. Este spillover é, em essência, informativo e não derivado de fundamentos econômicos em comum ou regras de realinhamento de portfólio.

## Palavras-chave

Contágio Informacional, Intermediação Relacional Financeira, Experimentos Naturais, Mercado de Dívida Soberana pré-1914

## Abstract

Sodré, Antônio Carlos de Azevedo; Mello, João Manoel Pinho de(Advisor); Abreu, Marcelo de Paiva(Co-Advisor). *Informational Spillovers in the pre-1914 London Sovereign Debt Market*. Rio de Janeiro, 2007. 66p. MSc. Dissertation - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

In this research I document a novel type of international financial contagion, whose driving force is shared financial intermediary. I study the London peripheral sovereign debt market the pre-1914 period, in which, given the absence of international monitoring agencies and substantial agency costs, financial intermediation played a major informational role to investors. Analyzing two events of financial distress – the Brazilian Funding Loan of 1898 and the Greek Funding Loan of 1893 – I find that the bond prices of countries with no meaningful commercial relations with the distressed countries, but which shared the same financial intermediary, suffered a reduction relative to the rest of the market just after the market learned about the crises, evidencing that investor were extracting information about the soundness of a debtor based on the financial intermediate which vouched the issued. This spillover is informational in essence, and arises as the flip-side of the relational lending coin: the same reason which explains why relational finance (in this case, underwriting) helps alleviate informational and incentive problems also produce contagion.

## Keywords

Informational contagion, Relational Financial Intermediation, Natural Experiments, Pre-1914 Sovereign Debt Market

## Sumário

1. Introdução	10
2. O mercado periférico londrino de dívida soberana pré-1914	16
3. A operação dos relacionamentos	30
4. Estratégia Empírica	36
5. Dados e Estatísticas Descritivas	39
6. Modelo Econométrico e Resultados Principais	57
7. Conclusão	62
8. Referências Bibliográficas	63

## Lista de figuras

Figura I: Variação Média dos Preços dos Títulos Brasileiros – 97/98	44
Figura II: Variação Média dos Preços dos Títulos Gregos – 93/93	45
Figura III: Episódio brasileiro: Densidades estimadas para os Grupos de Tratamento e Controle Antes e Depois da Crise	51
Figura IV: Episódio grego: Densidades estimadas para os Grupos de Tratamento e Controle Antes e Depois da Crise	52
Figura V: Episódio brasileiro: Densidades estimadas para os Grupos de Tratamento e Controle Antes e Depois da Crise (grupo de controle reduzido)	54

## Lista de tabelas

Tabela I: Proporção do Saldo da Dívida Emitido pelo Principal <i>Underwriter</i>	21
Tabela II: Períodos de Renegociação de Dívida	23
Tabela III: Amostra para o caso brasileiro	40
Tabela IV: Amostra para o caso grego	41
Tabela V: Tamanho e Distribuição da Amostra	42
Tabela VI: Países periféricos com dívida emitida não paga (estoque fevereiro)	47
emitida pelos Rothschilds	47
Tabela VII: Países periféricos com estoque de dívida não paga (Fevereiro 1893) emitida por C.J. Hambro & Sons.	49
Tabela VIII: Estatísticas Descritivas	50
Tabela IX: Testes não paramétricos e de qualidade de distribuição	53
Tabela X: Testes não paramétricos de distribuições igualitárias (grupo de controle reduzido)	56
Tabela XI: Resultados: Variável Dependente Log (Preço do Título)	58
Tabela XII: Regressões Quantílicas Lineares, Variável dependente: Preço do Título	60
Tabela XIII: Testes de Robustez	61

## Introdução

A recente literatura sobre contágio financeiro internacional tem reconhecido canais de propagação de choques nos quais crises em um país têm implicações no valor dos ativos financeiros emitidos por outras nacionalidades, mesmo na ausência de: (i) ligações econômicas entre o país gerador da crise e o país contaminado, (ii) choques externos comuns e (iii) estratégias mecânicas de realinhamento de portfólio por parte dos investidores que justificariam o contágio. Essa família de canais é conhecida como *spillovers* informativos, ou *the “wake up call” hypothesis* [Van Rijckeghem and Weder (2000), p. 3]. Sem contar explicações baseadas em crises auto-realizáveis, a literatura não foi capaz de formalizar e testar alguma explicação racional para a existência de *spillovers* informativos. Nesta pesquisa, este tema é abordado pelo estudo do mercado londrino de dívida soberana no período anterior à Primeira Guerra Mundial. Ao estudar dois eventos de estresse financeiro em países específicos, o *funding loan* brasileiro de 1898 e o *funding loan* grego de 1893, mostra-se que os preços dos títulos de dívida de países que compartilhavam o mesmo intermediário financeiro que o credor em crise, mas não compartilhavam relevantes ligações econômicas, sofreram uma queda no mercado secundário maior que a observada em títulos de outros países. Este resultado sugere que os investidores extraíam, ao menos parcialmente, informação sobre a qualidade creditícia de um prestador pela existência de uma relação de longo prazo deste com um intermediário financeiro na praça londrina.

Embora o mercado de dívida soberana pré-1914 e o mercado atual compartilhem diversas semelhanças, como a prevalência de financiamento via emissão de títulos como a principal fonte de fundo para os países e a ausência de um sistema jurídico internacional capaz de fazer valer contratos de dívida soberana, diversas diferenças permitem caracterizar as relações financeiras como uma fonte de *spillovers* informativos (veja Mauro e Yafeh (2003) para uma abrangente comparação entre o mercado de dívida soberana atual e o mercado londrino pré-1914).

Inicialmente, uma diferença fundamental é a própria existência de relacionamentos de longo prazo entre países e intermediários financeiros e a maneira como esses relacionamentos operavam. Entre 1870 e 1914, diversos países emitiram, por longos períodos de tempo, seus títulos de dívida por meio de um único banco (ou sindicato de bancos). Mais importante, a existência desses relacionamentos resultaram no fato de que os bancos assumiram um papel ativo no monitoramento dos países, provendo-os com diversos serviços como, por exemplo, aconselhamento sobre políticas macroeconômicas e administração da dívida, empréstimos de curto prazo, *market-making* de títulos, entre outros [Flandreau, (2003)].

Em segundo lugar, antes de 1914 o problema de assimetria de informação entre os detentores dos títulos e os países emissores era muito mais marcante, especialmente fora da Europa Ocidental. Por exemplo, o nível e a qualidade da informação disponível para o investidor médio londrino acerca da situação política e econômica no Peru ou Transvaal era muito provavelmente menos precisa pelos padrões atuais. A obtenção de informação e o monitoramento dos países eram muito mais custosos. Enquanto, atualmente, um investidor em Amsterdam pode facilmente verificar como se comportou o balanço de pagamento chileno nos últimos cinco anos, muitos dos países e províncias que emitiram dívida em Londres antes de 1914 não tinham estabelecidos métodos organizados, sistemáticos e confiáveis para a publicação de seus resultados fiscais e comerciais.

Por meio da investigação das instituições do mercado londrino de dívida pré-1914, é possível argumentar que este mercado possuía duas características distintivas. Em primeiro lugar, ao estabelecerem relações de longo prazo com certos países, os intermediários financeiros reduziam o custo marginal de obter informações específicas sobre os países aos quais se relacionavam, aumentando assim a sua capacidade de monitorar essas nacionalidades e adquirindo uma vantagem competitiva na subscrição de títulos de dívida dos mesmos. Em segundo lugar, o relacionamento país-banco era observável pelos investidores finais e, portanto, capaz de transmitir informação ao mercado. Dada essas duas características, testa-se a hipótese de contágio informativo, um *spillover* originado pelo fato de que quando os investidores estabeleciam preços aos ativos emitidos por um país, eles levavam em conta a credibilidade do intermediário financeiro que se relacionava com aquele devedor.

Os dois episódios de crise estudados neste trabalho, a crise brasileira de 1898 e a crise grega de 1893, foram escolhidos pois possuem a lista de características que os fazem objetos ideais para a implementação do teste de contágio informativo. Inicialmente, Brasil e Grécia mantinham, à época em que a crise financeira os abateu, um forte relacionamento com um *merchant bank*, o tipo de intermediário financeiro londrino mais importante operando no mercado periférico de dívida soberana. Em ambos os episódios de crise, a turbulência foi causada primordialmente por razões idiossincráticas do país de origem e/ou choque no preço da principal *commodity* que esses países exportavam, e não por uma crise financeira generalizada originada nos grandes centros financeiros europeus. Mais ainda, em ambas as crises existiu um grupo de países, excluindo o país no qual a crise se originou, que mantinha, no momento da turbulência, um forte relacionamento financeiro com o mesmo *merchant bank* do país em crise. Esse grupo de países que compartilhavam relacionamento com o mesmo *merchant bank* funciona como o grupo de tratamento na estratégia empírica deste trabalho. Finalmente, é crucial para a interpretação desses resultados o fato de que os países no grupo de tratamento, nos dois episódios estudados, não tinham ligações econômicas (comerciais ou financeiras) relevantes com o país em crise e que estes não tenham sido afetados pelo choque negativo no preço das *commodities* que afetaram os países em crise antes e durante a turbulência. Testa-se a hipótese de contágio informativo comparando-se a dinâmica de preço dos títulos emitidos pelo grupo de tratamento *versus* os outros títulos no mercado, antes e depois que o mercado descobriu a existência das crises.

Ao mesmo tempo em que surge um consenso de que ligações via comércio internacional não explicam totalmente os numerosos eventos de contágio durante os anos 90 [Kumar and Persaud (2002)], diversos trabalhos tentam preencher essa lacuna estudando o papel do realinhamento de portfólio e ligações financeiras na propagação de crises internacionais. *Spillovers* causados por realinhamento de portfólio surgem entre países sem vínculos econômicos quando os investidores respondem a uma crise em determinada nacionalidade mudando suas estratégias de investimento, seguindo alguma regra de decisão ótima, como aquela advinda da análise de média-variância, *Value-at-Risk* [Schinasi and Smith (2000)] ou ajustando a exposição do seu portfólio a determinados fatores de risco [Kodres and Pritsker (2002)]. Realinhamento de portfólio pode também ser ocasionado por

restrições de crédito ou requerimentos de adequação de capital [Valdés (1996)]. Outro conjunto de trabalhos busca explicar contágio entre países que compartilham os mesmos credores na forma de investidores institucionais. *Spillovers* por compartilhamento de credores ocorre quando os depositantes dos fundos gerenciados por investidores institucionais sacam recursos em resposta a uma crise. A necessidade de levantar recursos para pagar os depositantes faz com que os fundos de investimento vendam ativos de outros países, gerando, desta forma, contágio [Calvo (1998), Kaminsky e Reinhart (2000), Van Rijckeghem e Weder (2000)].

Finalmente, alguns estudos explicam *spillovers* por comportamento de manada. Embora esta linha de pesquisa ofereça uma explicação racional para contágio entre países na ausência de ligações econômicas e questões relacionadas a realinhamento de portfólio, algo semelhante ao tipo de contágio estudado neste trabalho, ela não é capaz de identificar, *a priori*, quais países são passíveis de sofrerem os efeitos da propagação dos choques. Por exemplo, Calvo e Mendoza (2000) exploram a idéia que, quanto maiores as opções de investimento, menor é o benefício marginal de coletar e processar informações sobre países específicos, levando investidores a reproduzirem portfólios de mercado arbitrários. Desta forma, os países afetados pelo contágio dependem de portfólios arbitrários de mercado determinados antecipadamente, e não de características intrínsecas dos países. Em um outro exemplo, Goldstein and Pauzner (2004) apresentam um modelo em que o efeito de riqueza na aversão de risco dos agentes associado à complementaridade do investimento (isto é, o número de investidores que mantêm determinado ativo em seus portfólios influencia o preço deste ativo) gera comportamento de manada. Novamente, os países nos quais a crise é propagada dependem de decisões de investimento arbitrárias realizadas antes dessa crise começar.

Diferentemente desses estudos, o *spillover* estudado aqui é primordialmente causado por investidores, seguindo um raciocínio econômico específico, como reinterpretando informação e recalculando retornos esperados de uma classe de ativos financeiros, independentemente dos países terem ou não ligações econômicas. Mais ainda, o raciocínio econômico estudado aqui implica em saber, antes da crise, quais serão os países afetados por ela.

A idéia de que relacionamentos financeiros reduzem o custo de obtenção e o processamento de informação sobre a qualidade de crédito do devedor é apresentada em um ramo da literatura conhecido como *relationship lending*. Em Rajan (1992) e Petersen e Rajan (1994), observa-se que repetidas interações entre devedores e financiadores aliviam custos de agência na medida em que emprestadores aprendem sobre a qualidade dos projetos financiados. Em Boot e Thakor (1994), Bolton e Scharfstein (1980) e Carrasco e De Mello (2006) relacionamentos funcionam como mecanismos disciplinadores. Existe um considerável montante de evidência empírica que suporta a literatura de *relationship lending* (ver, por exemplo, Berger e Udell (1995), Hoshi, Kashyap e Scharfstein (1991), Aoki e Dinç (2000) entre outros). Embora o relacionamento aqui estudado não envolva empréstimos diretos, mas sim emissão de títulos, os resultados da literatura de *relationship lending* aplicam-se pois os ganhos de um intermediário financeiros que se relaciona com um país emissor de títulos estão ligados ao comportamento deste país. Por exemplo, se o devedor falha ao cumprir seu contrato de dívida, o intermediário pode sofrer perdas em sua reputação ou perdas advindas da impossibilidade de emitir nova dívida para o país que se comportou mal.

À luz deste raciocínio, alguns trabalhos empíricos recentes em ofertas públicas iniciais (IPOs, na abreviação da expressão anglo-saxônica *initial public offerings*) reforçam a importância da credibilidade tanto do banco que intermedia a emissão quanto do devedor no cômputo do sucesso ou fracasso da emissão. *Chief Finance Offices* entrevistados por Brau e Fawcett (2006) relatam que, ao escolherem um *underwriter*, preocupam-se mais com a reputação e experiência da instituição financeira do que com outros aspectos como qualidade da colocação dos títulos, preço inicial e taxas cobradas. Da mesma maneira, Krigman, Shaw e Womack (2000) mostram que a decisão das firmas de trocar de *underwriter* está mais baseada no prestígio da instituição financeira do que no sucesso ou fracasso de IPOs anteriores realizados pela empresa.

Carter e Manaster (1990) argumentam que, ao escolherem *underwriters* de maior prestígio, as firmas reduzem os benefícios dos investidores de coletarem informações específicas sobre a firma e, em consequência, aumentam a chance de que investidores institucionais participem do negócio, reduzindo o

*subapreçamento* dos IPO (ver Carter, Dark e Singh (1998) para evidência empírica neste assunto).

Este trabalho contribui para a literatura de duas formas. Em primeiro lugar, identifica-se e testa-se um canal de contágio informativo não documentado anteriormente. Em segundo lugar, contribui-se para a literatura empírica que visa a entender como as instituições no mercado financeiro, no presente caso a existência de relacionamentos, pode explicar a propagação de choques entre diferentes economias. O fato de que relacionamentos financeiros eram uma fonte relevante de informação para investidores relativamente mal informados ajuda a explicar que, mesmo em um ambiente em que custos de agência eram marcantes, o mercado de dívida londrina pré-1914 pode ser comparado ao mercado atual em termos de países participantes e tamanho relativo de fluxos financeiros.

O resto deste trabalho é estruturado da seguinte forma. A seção 2 descreve o mercado periférico de dívida soberana em Londres, focando no nível de risco que os investidores enfrentavam. A seção 3 apresenta como funcionavam as relações entre países e *merchant banks*, salientando as vantagens que os intermediários relacionais obtinham no que tange à coleta de informações específicas sobre seus clientes contumazes. A seção 4 descreve os episódios de crise utilizados para testar a hipótese de contágio informativo. A seção 5 apresenta os dados utilizados assim como as estatísticas descritivas. A seção 6 mostra os resultados empíricos. A seção 7 conclui.

## 2

### O mercado periférico londrino de dívida soberana pré-1914

Em funcionamento desde 1820, o mercado londrino de dívida soberana era o mais importante em termos de volume investido e variedade de países emissores até a Primeira Guerra Mundial, apesar de ter, desde o início da década de 1870, enfrentado uma maior competição de outros centros financeiros europeus, como Paris e Berlim, e, já ao final do século XIX, da *New York Stock Exchange*. Feis (1964, p. 27) estima que em dezembro de 1913, o investimento britânico em títulos soberanos atingiu a cifra de £1.1 bilhões, representando aproximadamente um terço do investimento estrangeiro britânico, sendo que esta proporção era mais elevada no final do século XIX.

O mercado londrino de dívida soberana pode ser dividido em três segmentos, de acordo com a regulamentação do mercado e do nível do desenvolvimento financeiro de seus participantes: colônias e domínios britânicos, países financeiramente desenvolvidos, e o mercado periférico. Esses segmentos possuíam *modus operandi* diferentes no que se refere à emissão de dívida e, mais importante, os devedores nestes três segmentos tinham um *status* de risco diferente. Este trabalho focaliza no segmento periférico pois, como é discutido abaixo, este é o mercado em que os relacionamentos com intermediários financeiros londrinos desempenhavam um papel relevante na transmissão de informação aos participantes do mercado. Além disso, no mercado periférico, custos de agência eram mais agudos, realçando a relevância do papel de monitoração dos intermediários. Finalmente, focalizar esse grupo permite-nos manter um nível adequado da homogeneidade entre países em nossa amostra.

Embora fosse esta divisão informal, exceto no caso de colônias e domínios britânicos, a imprensa financeira da época a adotava, reforçando a idéia de que os ativos financeiros dos diferentes segmentos eram percebidos pelos investidores como pertencentes a distintas classes de risco soberano. Por exemplo, ambos, o jornal diário *The [London] Times* quanto à publicação mensal da *London Stock Exchange*, o *Investors' Monthly Manual*, ao discutir os fatos e eventos políticos,

econômicos e financeiros, separavam seus comentários sobre empréstimos de outros países de acordo com esta classificação.

Os títulos de dívida soberana das colônias e domínios britânicos eram objetos de regulação específica. Por meio do *Colonial Stock Act* de 1877 e sua revisão em 1900, o governo britânico manteve um controle rígido sobre a emissão de dívida de suas colônias, impondo garantias aos investidores como, por exemplo, a proibição de criação, nas colônias e domínios, de qualquer legislação contrária aos interesses do investidor britânico e total aceitação de qualquer decisão judicial de cortes britânicas em litígios iniciados por credores britânicos [Feis (1964), Flandreau (2005)]. Por exemplo, os empréstimos do governo indiano eram controlados diretamente pelo Parlamento britânico. No que se referia a assuntos financeiros, as colônias e os domínios britânicos eram oficialmente separados em duas categorias: colônias e domínios autônomos (mas não independentes). Até o início da década de 1880, quase todas as emissões de dívida desses devedores foram realizadas pelo *Office of Crown Agents* ou pelo *Bank of England*. O último tomou parte em diversas emissões de dívida da Nova Zelândia, Austrália Ocidental e Australásia do Sul. Entre 1881 e 1914, o *Office of Crown Agents* tornou-se administrativamente separado do governo britânico e domínios autônomos não puderam emitir mais dívida por esse estabelecimento, embora colônias continuassem a se valer amplamente desse serviço [Sunderland, (1999)]. A participação de intermediários financeiros regulares passou a ser permitida para domínios autônomos mas, na maioria dos casos, estes domínios usavam bancos domésticos com filiais em Londres para a emissão de dívida [Davis e Galman, (2001, p. 177)]. Mais ainda, a revisão do *Colonial Stock Act* em 1900 tornou possível para *trustees*, supervisores de fundos de investimento com altos padrões de transparência, transacionarem com títulos de dívida emitidos pelos domínios autônomos [Stewart, (1938)]. Em geral, títulos de dívida de colônias e domínios britânicos eram considerados um investimento mais seguro, visto que esses devedores estavam sujeitos a um rigoroso escrutínio do governo britânico.

A segunda categoria, países financeiramente desenvolvidos, continha nacionalidades como França, Bélgica, Alemanha, Holanda, Suíça, Estados Unidos, entre outros. Depois da década de 1870, por terem desenvolvido um mercado financeiro interno maduro e o volume de negócios internacionais realizados com suas moedas ter atingido cifras consideráveis, essas nacionalidades

eram capazes de emitir sua quase a totalidade (e, em alguns casos, a totalidade) de sua dívida internamente e usar o mercado londrino apenas como mercado secundário<sup>1</sup>. Desta feita, para esta categoria, relações financeiras de longo prazo com bancos britânicos não existiam. Mais ainda, todos os membros desse segmento do mercado eram economicamente desenvolvidos, menos propensos a turbulências políticas e localizados, a exceção dos Estados Unidos, na Europa Continental<sup>2</sup>, a compra desses títulos era percebida como um investimento seguro e o nível de informação disponível para o investidor britânico era de qualidade superior (por exemplo, os países financeiramente desenvolvidos eram objetos de maior cobertura jornalística).

O mercado periférico era formado pelo resto do mundo, que buscava o mercado londrino para financiar seus empreendimentos e/ou necessidades orçamentárias. Este segmento incluía todos os países latino-americanos, alguns países do leste europeu, além de países asiáticos, africanos e até mesmo países de menor reputação creditícia localizados na Europa Ocidental, como Portugal, Espanha e Itália. Ao contrário do que acontecia no segmento de colônias e domínios britânicos, a maioria dos países no segmento periférico não possuía um nível de desenvolvimento econômico, estabilidade política e métodos confiáveis de divulgação de estatísticas financeiras e comerciais. Mais ainda, a maioria dos participantes deste submercado estavam situados longe de Londres, aumentando ainda mais o custo dos investidores para aquisição de informações específicas sobre os devedores.

Na maioria dos casos, depois de 1860<sup>3</sup>, dois tipos de intermediário financeiro foram usados pelos países participantes do mercado periférico para viabilizar a emissão de títulos de dívida soberana em Londres: *merchant banks* e *joint-stock banks*. *Merchant banks* era o termo utilizado para descrever grandes

---

<sup>1</sup> Alguns países periféricos como Brasil, Argentina e Rússia tiveram, em determinados momentos entre 1870 e 1914, títulos de dívida emitidos nos mercados locais e transacionados em Londres. Todavia, tais títulos eram em baixo número e representavam uma parcela pequena da dívida externa desses países.

<sup>2</sup> Nem todos os países da Europa Continental faziam parte deste grupo. Por exemplo, Noruega e Suécia não possuíam um mercado financeiro nacional suficientemente desenvolvido para permitir a emissão da maioria da dívida internamente, nem mesmo uma moeda que fosse utilizada com frequência em transações internacionais. Na Rússia, não obstante o grande poderio militar deste país, a situação era similar.

<sup>3</sup> Nos estágios iniciais do mercado periférico, entre 1820 e 1860, muitas companhias comerciais com negócios no exterior encarregavam-se da emissão e distribuição de títulos de

firmas bancárias de alta reputação, que praticamente monopolizaram o mercado periférico até a década de 1870. De fato, os principais negócios dos *merchant banks* eram justamente a emissão de títulos de dívida dos países no segmento periférico e o financiamento de ferrovias. Entre 1815 e 1904, os dois principais *merchant bankers* britânicos, N. M. Rothschild and Sons Limited (Rothschilds) e Barings Brothers & Co. (Barings), participaram na emissão de 205 títulos governamentais, que totalizaram cerca de £2 bilhões [Davis and Galman, (2001, p. 167-68)]. A grande maioria dessas emissões ocorreu depois de 1870. À medida que o final do século se aproximava, os *merchant banks* sofreram uma crescente competição dos *joint-stock banks*. Em geral, os *joint-stock banks* que atuavam no mercado periférico eram criados especificamente para financiar os negócios de um determinado país ou região do mundo, incluindo nisto a emissão de títulos de dívida soberana. Por exemplo, o *Hong Kong and Shanghai Banking Corporation* emitiu a maioria dos títulos chineses entre 1880 e 1914. De maneira análoga, o *Imperial Ottoman Bank* (formado por capital britânico e francês) foi responsável pela emissão de quase a totalidade da dívida externa turca, principalmente após o estabelecimento do controle externo sobre as finanças deste país durante a década de 1880 [Wynne (1951)].

No mercado periférico, importantes devedores estabeleceram relações de longo prazo com intermediários financeiros (ou um sindicato de intermediários financeiros) em Londres. Estes relacionamentos eram observáveis pelos investidores na medida em que os intermediários repetidamente iam a público anunciar emissões de títulos de um determinado país. Em janeiro de 1890, 10 dos 26 países periféricos como mais de um título listado na publicação *Investors Monthly Manual*, tinham 50% ou mais de sua dívida a ser paga emitida pelo mesmo intermediário financeiro. O saldo da dívida destes países relacionais representava mais de 50% do total de dívida dos países periféricos no mercado londrino<sup>4</sup>. A tabela I mostra, para o mês de janeiro de 1890, a proporção do saldo da dívida emitido pelo principal *underwriter* de cada país. Excluindo devedores

---

dívida, especialmente nacionalidades localizadas fora da Europa (veja Marichal (1988) para alguns exemplos latino americanos).

<sup>4</sup> O *Investor Monthly Manual* inclui uma lista de empréstimos estrangeiros (e os respectivos saldos devedores) de todos os países periféricos considerados neste estudo, embora, para um número pequeno de países, alguns empréstimos de menor valor (como empréstimos a estados e municípios), não são mostrados. Conseqüentemente, o estoque de dívida em Londres de alguns países é subestimado por uma pequena quantia.

em *default* ou cujos títulos tenham sido emitidos (ou tiveram suas cláusulas severamente modificadas) como resultado de um acordo de renegociação de dívida, apenas a Rússia tinha menos que 50% do saldo não pago de sua dívida em Londres emitida pelo principal *underwriter*. Mas mesmo para este país, no final do ano de 1891, como resultado de uma grande operação de reconversão de dívida conduzida pelos Rothschilds (o principal *underwriter* de títulos russos em Londres), a proporção saldo/dívida emitida por este intermediário ultrapassou 50% do total<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Em janeiro de 1891, a proporção da dívida russa, em forma de títulos, ainda não paga, emitida pelos Rothschilds, alcançou 67%, totalizando £91 milhões (*Investors Monthly Manual, January 1891*).

Tabela I – Proporção do Saldo da Dívida Emitido pelo Principal *Underwriter*

País	Número de títulos negociados em Londres	Títulos emitidos pelo principal <i>underwriter</i>	Saldo da dívida (em libras esterlinas) e em janeiro de 1890 emitido pelo principal <i>underwriter</i> (porcentagem do saldo total de dívida)
Argentina	6	2	9.648.800 (62%)
Brasil	8	8	32.072.994 (100%)
Chile	4	2	8.163.200 (87%)
China	4	4	3.612.100 (100%)
Grécia	5	4	15.319.180 (95%)
Hungria	3	3	64.816.700 (100%)
Itália	4	1*	157.176.484 (97%)
Noruega	3	3	6.362.100 (100%)
Portugal	1*	1*	46.573.560 (100%)
Rússia	17	5	35.932.739 (39%)
Suécia	3	3	8.831.780 (100%)

Fontes: Investors Monthly Manual (IMM), January 1890 e The [London] Times (several issues). Números de títulos negociados em Londres referem-se aos empréstimos listados pelo IMM. O(s) principal(is) *underwriter(s)* foi(foram) determinado(s), para cada empréstimo, pela inspeção do prospecto publicado no The [London] Times. O principal *underwriter* refere-se ao *underwriter* que tomou parte na maioria das emissões de títulos de um determinado país. Atribui-se um empréstimo ao principal *underwriter* nos casos em que ele não é o único no prospecto. Dados sobre o saldo da dívida tem como fonte o IMM, January 1890, (pp. 8-12). Foram excluídos países que estavam, em janeiro de 1890, em *default* ou aqueles cujos títulos em circulação tinham sido emitidos como resultado de um processo de renegociação de dívida (Colômbia, Costa Rica, Egito, Guatemala, Honduras, México, Nicarágua, Paraguai, Peru, Santo Domingo, Espanha, Turquia e Uruguai) e devedores que só tinham um empréstimo listado no IMM (Havaí, Japão e Venezuela). Somente empréstimos ao governo central foram considerados. \* Representa uma série de emissões de perpetuidades com características idênticas, que são listadas como se fossem um só título pelo IMM.

Dado o alto nível de incerteza que os investidores londrinos encaravam quando investiam em títulos de dívida soberana de países periféricos, a importância relacional da relação financeira entre países e bancos era magnificada. De fato, a história do mercado periférico contém uma longa lista de *defaults* e renegociações de dívida. Desde a década de 1820 até a véspera da Primeira Guerra Mundial, importantes devedores como México, Argentina, Grécia, Portugal, Espanha, Turquia e Egito, assim como pequenos devedores como Santo Domingo, Honduras, Paraguai, Colômbia, Uruguai, Libéria e Venezuela, fizeram parte, por longos períodos de tempo, da vasta lista de nacionalidades em *default*.

Mais ainda, o processo de renegociação de dívida era geralmente complexo e, em muitos casos, demorava décadas para ser concluído. Os casos de México e Portugal são ilustrativos deste fato. Após sua independência, o México emitiu, em

1824 e 1825, dois empréstimos totalizando £6,4 milhões. Em 1827, devastado pela guerra civil, uma moratória unilateral foi anunciada. Seguiu-se uma série de acordos de renegociação, todos de vida bastante curta, cada um deles envolvendo a reconvenção dos títulos da dívida antiga seguidos pelo rápido repúdio aos mesmos. Um acordo durável só foi alcançado em 1886, 59 anos depois do primeiro *default*. A história de Portugal como devedor é bastante parecida. Depois do *default* de 1837, 19 anos foram necessários para o fechamento de um acordo que foi honrado pelo governo. Após este acordo, seguiu-se uma série de emissões (em Londres, Berlin e Paris) totalizando £78,8 milhões. Contudo, outro *default* aconteceu em janeiro de 1892 e as novas rodadas de renegociação demoraram 10 anos. A tabela 2 mostra, para um conjunto de países periféricos, que o processo de renegociação de dívida era, em geral, demasiadamente longo. E quanto maior o tempo necessário para a renegociação, maiores eram os custos indiretos para os detentores de títulos dos países em *default*, custos representados por despesas com advogados, missões para visitar e pesquisar *in loco* a situação financeira e política de países, comunicações entre os detentores de títulos para assegurar coordenação, a confecção de propostas e novos contratos de dívida, etc.

Tabela II – Períodos de Renegociação de Dívida

País	Período Renegociação de Dívida	de
Argentina ‡	1893-1898	
Brasil ±	1898	
	1826-1873	
Colômbia ‡	1879-1896	
	1900-1905	
	1874-1885	
Costa Rica ‡	1895-1897	
	1901-1911	
	1826-1854†	
Equador ‡	1868-1914*	
Egito †	1876-1882	
	1828-1855	
Guatemala ‡	1876-1888	
	1894-1913	
	1824-1878	
Grécia †	1893-1898	
	1827-1867	
Honduras ‡	1872-1897	
	1900-1914*	
	1827-1886	
México †	1875-1890	
	1874-1898	
	1827-1874	
Nicarágua ‡	1894-1895	
	1911-1912	
	1874-1885	
Paraguai ‡	1892-1895	
Peru †	1825-1849	
	1837-1856	
Portugal †	1892-1902	
	1828-1859	
El Salvador ‡	1898-1899	
	1872-1888	
Santo Domingo †	1823-1851	
	1871-1876	
Espanha ‡	1898-1902	
	1874-1881	
Turquia †	1876-1883	
	1892	
	1826-1841	
Venezuela ‡	1847-1880	
	1898-1902	

Fontes: † Wynne 1951], ‡ Annual Reports of the Council of Foreign Bondholders (1914) e ± Abreu (2002). Períodos de Renegociação de Dívida começam quando o país interrompe o completo pagamento de suas obrigações e termina quando um acordo de renegociação é fechado e mantido por pelo menos um período de 3 anos. \*Acordo não foi fechado até o começo da Primeira Grande Guerra.

Dada à ausência de agências internacionais de monitoramento e às dificuldades de coleta de informações específicas sobre os países no mercado periférico<sup>6</sup>, problemas de risco moral eram relevantes. Um grande número de prospectos de emissões indicava que as receitas do empréstimo seriam utilizadas para fins específicos, geralmente ativos que potencialmente ajudariam os devedores a se desenvolver, mas existem inúmeros exemplos de diversão dos propósitos anunciados (veja Wynne (1951) para uma ampla exposição de alguns desses casos). Por exemplo, o prospecto do empréstimo denominado *4% Greek Monopoly loan* afirmava que os recursos iriam ser utilizados para o pagamento de dívidas anteriores; todavia, Levandis (1944, p. 68) indica que um terço das receitas do empréstimo foram gastas na construção de três navios de Guerra. Os construtores destes navios eram ligados financeiramente ao banco francês *Comptoir d'Escompte*, um dos *underwriters* do empréstimo. De maneira semelhante, o governo grego aplicou somente um terço das receitas do empréstimo "*Piraneus-Larissa Railway loan of 1890*" na construção da referida ferrovia.

Também era bastante comum que prospectos de emissões de títulos de dívida soberana contivessem promessas de que receitas específicas dos governos iriam ser usadas para a quitação da dívida. Em muitos casos, essas promessas não eram cumpridas. Por exemplo, os prospectos dos empréstimos turcos de 1858 e 1862 prometiam que determinados tributos alfandegários e impostos sobre a venda de tabaco, sal e outros produtos iriam ser usados, primordialmente para o pagamento dos empréstimos. Esses mesmos prospectos também indicavam que uma comissão externa iria ser formada para monitorar o emprego dos recursos angariados. Não apenas as mesmas receitas tributárias foram prometidas como garantia em outros empréstimos, como a comissão externa de monitoramento formada não tinha poderes *de facto* para supervisionar as finanças públicas (na verdade, a coleta dos tributos citados nos prospectos era realizada diretamente pelo *the Imperial Ottoman Bank*, o intermediário financeiro relacional da Turquia em Londres).

---

6 Por exemplo, o primeiro balanço fiscal turco foi divulgado em 1862, oito anos após a obtenção do primeiro empréstimo internacional. Apesar disso, até o estabelecimento do controle estrangeiro sobre as finanças turcas em 1881, Wynne (1951, p. 416) argumenta que os balanços fiscais eram extremamente não confiáveis: "Public accounts, in the proper sense of the term, scarcely existed and estimates of revenue and expenditure were hopeless unreliable"

Não obstante o período entre 1870 e 1914 apresentar uma série de *defaults* de países periféricos, ações *de facto* por parte do governo britânico visando recuperar as perdas de investidores eram raras. De início, como acontece atualmente, contratos de dívida soberana estão sujeitos a obrigatoriedade limitada. A postura do sistema legal britânico em relação a queixas de investidores insatisfeitos e o problema da obrigatoriedade limitada constituíam frustrações entre as associações de *bondholders*, como expresso, por exemplo, no *1873 Annual Report of the Council of Foreign Bondholders* (p. 68),

“The practice of the English Courts, both of Equity and Common Law, has been uniformly in favour of the privileged exemption of Sovereign States in all matters of private contract. There is no recognised international tribunal to which such differences can be referred, (...), even assuming that these difficulties were overcome, and a possibility existed of obtaining a formal judicial decision upon the matters in dispute, there would remain the further, and practically insuperable difficulty, of executing the process of the Court.”

Além do problema da execução legal dos contratos, o governo britânico não estava usualmente disposto a utilizar seu poderio militar para resolver questões relacionadas ao não pagamento de dívida externa. Tomz (2006), usando uma ampla base de dados sobre guerras, ameaças de guerras e *defaults* depois da década de 1850, e combinando esses resultados com correspondências diplomáticas do *Foreign Office*, mostra que o poderio militar britânico era raramente utilizado para proteger o investidor em títulos de dívida soberana. Mesmo no caso mais notório de coleta forçada de dívida, ocorrido na Venezuela no começo de século XX, a pressão exercida pelos investidores não foi o principal motivo de tal ação.

Em 1901, quando o novo governo da Venezuela suspendeu o serviço da dívida, as armadas dos governos alemão e britânico iniciaram um bloqueio marítimo e travaram batalhas contra o exército venezuelano. Em poucos meses, a Venezuela rendia-se e era forçada a entrar em acordo com os investidores. Um estudo mais aprofundado desse incidente mostra que o uso da força por parte do governo britânico foi motivado, principalmente, pelo fato de que antes da invasão, tropas venezuelanas tomaram propriedade britânica no país, invadiram territórios coloniais ingleses, assim como ameaçaram a vida e negócios de cidadãos

---

britânicos residentes na Venezuela. De fato, no ultimato antes do começo das hostilidades, questões relacionadas ao não pagamento da dívida apareciam por último. (ver Tomz (2006) e Marichal (1988) para mais aprofundada descrição desse evento).

Nos episódios referidos, o governo britânico participou diretamente ou apoiou, junto com outras forças européias (da França, Alemanha, Itália e Rússia) o estabelecimento de controles internacionais sobre as finanças públicas de países do mercado periférico, e a motivação fundamental eram preocupações e estratégias geopolíticas, e não financeiras. [Feis, (1964, p. 83-84)]. Assim foi no caso das intervenções no Oriente Médio e na região dos Bálcãs. No final do século XIX, controles externos sobre finanças e política foram impostos no Egito, Grécia, Turquia, Sérvia e Bulgária.

Os interesses geopolíticos do governo britânico nessas regiões do mundo aumentaram a partir da década de 1850, quando começou o desmantelamento do Império Otomano e o crescimento das ambições territoriais russas nessas regiões. Durante a Guerra da Criméia<sup>7</sup>. (1854-56) e nos anos subseqüentes, o governo britânico apoiou os esforços turcos para levantar recursos financeiros nos mercados europeus.<sup>8</sup>. O pagamento de juros do *1855 Turkish loan* era garantido pelos governos britânico e francês.<sup>9</sup>. Ao fim da guerra seguiu-se uma série de emissões turcas na Europa<sup>10</sup>. Mas constante preparação para a guerra, corrupção, promessas não cumpridas de reforma nos sistemas financeiro, monetário e tributário, enfraqueceram demasiadamente a situação orçamentária turca. O *default* ocorreu em 1874. Em 1881, uma organização chamada *Administration of*

<sup>7</sup> A Guerra da Criméia (1854-56) foi travada entre Rússia e Turquia (a última apoiada pelos governos britânico e francês)

<sup>8</sup> Embora o empréstimo turco de 1862 não tivesse nenhuma garantia oficial do governo britânico, o seu prospecto contém uma carta do Secretário do *Foreign Office*, afirmando que “*Her Majesty’s Government, anxious for the well-being and prosperity of Turkey, would be ready to send one or two gentlemen in whom they had confidence to assist the Sultan’s Minister in the due application of the proceeds of the loan to the extinction of the Paper Money and the funding of the Public Debt. (...) I said the contractors of the loan might see in such a mission a further security against the misapplication of the present loan, and the loss of credit which would ensue.*” [Wynne [1954, p. 400]] Esta afirmação foi percebida como reflexo da disposição britânica em monitorar de perto as finanças turcas. Como resultado, o empréstimo foi *oversubscribed* a um preço maior que os empréstimos turcos anteriores.

<sup>9</sup> As receitas do *1855 Turkish loan* deveriam ser utilizadas integralmente no esforço de guerra. Um enviado britânico foi à Turquia para monitorar a aplicação dos recursos. Seu relatório contém diversas referências à falta de transparência e à situação caótica do sistema financeiro do governo. [Wynne (1954, p. 395-396)].

<sup>10</sup> Entre 1856 e 1875, o governo turco contratou 14 empréstimos externos; 13 deles foram oferecidos ao investidor londrino

*Ottoman public debt*, formada por representantes de investidores europeus e turcos foi criada para controlar diretamente a coleta e o uso das receitas prometidas como garantia em empréstimos anteriores. [Blaisdell (1966)].<sup>11</sup>.

A intervenção que aconteceu no Egito foi ainda mais incisiva. Depois do *default* de 1876, o controle externo foi estabelecido. Representantes russos e franceses foram enviados como controladores externos com poderes de supervisão (mas não administrativos) sobre a coleta de receitas tributárias prometidas aos investidores. Em 1882, depois de uma intervenção militar britânica motivada por ambições de domínio nas operações do Canal de Suez, o controle das finanças públicas do Egito foi quase que totalmente entregue a representantes externos. Um representante externo foi enviado ao Egito com poderes absolutos, relegando o *khedive* a um papel secundário na condução dos negócios do Estado [Feis (1964, p. 391)].

A crise financeira grega durante a década de 1890 também é um exemplo da indisposição do governo britânico em interferir abertamente visando a proteção dos direitos dos investidores. Depois do *default* de 1893, nos quatro anos seguintes, a renegociação da dívida foi entregue a associações britânicas privadas. O governo britânico apenas assumiu posição forte em relação a esse *default* depois que a Grécia envolveu-se numa desastrosa guerra com a Turquia pela disputa de Creta. A rápida rendição do exército levou os credores a solicitar uma mediação das potências então vigentes como, também, à perda do poder de barganha grego. Na ocasião, como resultado dessa mediação pelas seis potências (Inglaterra, Rússia, França, Alemanha, Itália e Império Austro-Húngaro) a Grécia cedeu a maior parte do controle sobre suas finanças e o controle parcial de sua política monetária. Embora a proteção do interesse dos credores estivesse envolvida na intervenção britânica, essa não foi a principal motivação.

De fato, a severa posição assumida pela Alemanha, com promessas de uma ação militar intimidatória para assegurar uma rápida renegociação da dívida, disposição esta que era observada pelo governo britânico como fator a trazer instabilidade para a região, foi a preocupação principal do *British Foreign Office*. Tal visão era compartilhada pela diplomacia russa, como aponta a seguinte declaração do embaixador britânico em São Petersburgo: “*the action of Germany, in*

---

<sup>11</sup> Em 1881, a administração da dívida pública otomana empregou mais de 300 coletores de impostos [Blaisdell (1966, p. 1)].

*subordinating a question of such international importance to the interests of her bondholders subjects was, in [Russian Foreign Minister's] opinion, greatly to be regretted*"[*Correspondence on the Affairs of the Southeastern Europe (C.A.S –E.E.) Pt. 178 No. 20 Foreign Office, citado em Wynne (1951), p. 315*].

Na América Latina, por exemplo, a regra era de não intervenção direta [Feis (1964), p. 108]. Até mesmo o uso de pressão diplomática não era tão contumaz como instrumento para a obtenção de acordos de renegociação de dívida na região. Tomz (2006), usando uma amostra de correspondência diplomática do *Foreign Office* entre diplomatas e investidores entre 1823-53, mostra que o governo britânico recusou envolver-se em 88% dos pedidos oficiais dos investidores para interferir a seu favor em questões relacionadas a contratos de dívida assinados com países latino-americanos.

Mesmo a renegociação da dívida Argentina após o *default* de 1890, que levou o *Barings*, um dos principais *merchants banks* londrinos, à bancarrota e colocou em risco a estabilidade do setor financeiro britânico, foi deixada para organizações privadas de investidores<sup>12</sup>. Uma renegociação definitiva com a Argentina só foi alcançada em 1898.

Sem nenhuma garantia de proteção do governo britânico em casos de não pagamento da dívida e/ou utilização dos recursos para finalidades não estabelecidas em peças contratuais dos empréstimos (como, por exemplo, o prospecto), investidores lesados buscavam ajuda em associações privadas. A mais notória foi o *Council of Foreign Bondholders*, criado em 1868. Seu principal objetivo era garantir a coordenação entre investidores visando aumentar o poder de barganha coletivo nos processos de renegociação de dívida. Para tanto, uma das funções exercidas pelo conselho era a difusão de informações sobre os credores para a comunidade investidora. Sob a iniciativa do conselho, uma vultuosa biblioteca sobre assuntos financeiros e políticos de países ao redor do mundo foi montada, reuniões gerais sobre nacionalidades devedoras eram realizadas, comunicados eram enviados à imprensa, e viagens de representantes dos investidores para a investigação *in loco* das condições financeiras dos

---

<sup>12</sup> Em primeiro de novembro de 1890, o dono dos *Baring*, o banco relacional argentino em Londres, anunciou para o *Bank of England* que, dada à moratória argentina e grande exposição deste banco a títulos deste país, o banco não podia mais garantir o pagamento de investidores. Uma breve corrida bancária seguiu-se. O Banco da Inglaterra e os Rothschilds lideraram a operação de resgate, e um novo banco *Baring* foi fundado como um *joint-stock* banco [Wirth (1893)].

devedores eram financiadas [Mauro e Yafeh (2003)]. Contudo, essas ações, cujo objetivo seria aumentar o nível de informação dos investidores sobre os devedores, eram implementadas depois que algum devedor repudiava (parcial ou totalmente) sua dívida.

Como esperado, o investidor britânico precificava em parte os riscos de crédito que os títulos de países periféricos carregavam. Para o estoque de títulos não pagos em 1890, cujo preço inicial foi listado no *Investors' Monthly Manual* daquele mês (79 emissões), o preço oferecido ao público para a compra de um título com valor de face de £100, variou entre £52 (*5% Turkish Defense Loan*) e £100 (*Orange Free State 6% Loan of 1884*). O preço médio inicial foi £84.6 (mediana £86.5), sugerindo que os investidores normalmente demandavam altas taxas de retorno esperado para comprar os títulos. Apesar disso, como sugerido pela literatura econômica, relações observáveis entre intermediários financeiros e países poderiam influenciar na avaliação do preço dos ativos pelo fato de que as relações constituíam-se de mecanismos disciplinadores e/ou sinalizavam aos investidores que estes ativos eram mais confiáveis. A próxima seção mostra a operações destas relações no mercado londrino de dívida soberana, mostrando que a existência dessas relações permitia aos intermediários financeiros obter informações específicas sobre os países de maneira menos custosa que o resto do mercado e, portanto, serem mais eficientes no monitoramento dos devedores.

### 3

## A operação dos relacionamentos

Ao engajarem-se em relações, os intermediários financeiros reduziam o custo marginal de coleta de informações específicas sobre as nacionalidades com quem mantinham o relacionamento e aumentavam a sua capacidade de monitorar e aconselhá-los. Essas economias de escala eram tanto derivadas diretamente, pelo acesso que o intermediário tinha das contas governamentais, como indiretamente, pela construção de uma rede de contatos com representantes governamentais e firmas comerciais estabelecidas no país com o qual o intermediário relacionava-se.

Devido ao fato de que o intermediário financeiro era geralmente responsável pelos pagamentos de cupons e pela manutenção de operações de amortização da dívida [Borchard (1951, p. 21)], tanto pelo sorteio de títulos a serem recomprados pelo valor de face ou indo diretamente ao mercado e recomprando os títulos em nome dos países, este tinha uma fonte direta de informações sobre a situação financeira do país endividado. Para o pagamento de cupons e de amortização, os países eram obrigados a depositar em adiantado os montantes necessários para a realização destas operações. Portanto, qualquer dificuldade ou atraso do devedor em fazer tais pagamentos era informação privada do banco, pelo menos em um primeiro instante. Nos momentos de dificuldade, o país poderia tentar manter suas obrigações com empréstimos de curto prazo, dos quais o mercado não sabia, mas o intermediário sim. Um intermediário relacional ao líder com a grande maioria dos empréstimos de um país em determinada praça, tinha acesso a uma compreensiva imagem das condições financeiras de curto prazo que o país possuía. Por exemplo, a relação entre Brasil e Rothschilds aponta para a importância das contas governamentais como canal direto de transmissão de informação para o intermediário financeiro. Como o *Committee to enquire into the organization of the N. M. Rothschild and Sons Limited Accounts*, em 18 de novembro de 1908, relata:

“[The Brazilian Account] shows the amount standing to the credit of the Brazilian government, and the amounts debited for dividends and for sinking funds charges.

The account is balanced at the end of each month and a copy is sent to the government. It contains also a record of the installments received on account of each loan..." (citado em Flores(2007)).

Em alguns casos, além de obter informação diretamente das contas bancárias, o intermediário tinha controle direto sobre fontes de receita governamental. O *Imperial Ottoman Bank* assumiu controle sobre a coleta dos tributos prometidos como garantia dos empréstimos de 1858 e 1862, anos antes da intervenção internacional no país [Wynne (1951)]. Da mesma maneira, as negociações para o *1887 Greek "Monopoly" loan* resultaram na constituição de um firma responsável pela coleta de tributos e pelo envio das receitas diretamente para os intermediários financeiros responsáveis pelo empréstimo (um sindicato formado por bancos franceses e pelo *merchant bank* britânico *C. J. Hambro and Sons* (Hambro), o intermediário relacional da Grécia na praça londrina). A nova empresa, chamada *Société de Regie de Monopoles de Grèce*, era dirigida por representantes dos intermediários financeiros [Levandis (1944, p. 69)].

Intermediários também adquiriam informação na medida em que novos contratos de empréstimo eram assinados. O estabelecimento da quantia a ser oferecida ao mercado, o preço inicial da oferta, e, principalmente, o esquema de distribuição de risco entre país e intermediário (isto é, se o intermediário iria se comprometer a comprar os títulos caso a demanda para eles fosse insuficiente) e as garantias a serem oferecidas aos investidores eram o resultado das condições do mercado, a situação financeira do devedor e a competição entre bancos pelo contrato de emissão. Pior a condição financeira do país ou a situação geral do mercado, pior a capacidade do devedor para barganhar melhores condições e melhores as condições dos intermediários para imporem maiores garantias e cláusulas de condicionalidades nos empréstimos. Desta feita, era crucial para o forjamento do contrato que o intermediários estivessem bem informados a respeito do país. A contratação em seqüência de emissão de empréstimos com o mesmo intermediário minorava seu custo marginal de coleta de informações ao mesmo tempo em que aumentava o benefício marginal de adquirí-las.

Informação específica sobre a situação de longo prazo dos países, incluindo projeções sobre o futuro político, comercial e financeiro, era basicamente obtida pelos contatos pessoais que a direção do banco mantinha. Esta rede de contatos incluía representantes governamentais e empresários atuando no país de interesse.

A Bulgária constitui um exemplo da construção dessa rede de contatos. Depois de tornar-se independente do Império Otomano em 1878, este país iniciou sua história como devedor emitindo uma série de empréstimos em 1889, 1892 e 1896. Em 1902, 1904 e 1907 a Bulgária contratou uma outra série de empréstimos em Paris e outras praças continentais por meio de um sindicato liderado pelo banco francês *Banque de Paris et des Pays-Bas* (Paribas). As negociações que resultaram destas emissões estabeleceram a indicação de um “*money doctor*” na Bulgária, com poder de controle efetivo sobre as finanças deste país. Embora esta posição tenha sido alcunhada de “*bondholders representative*”, o seu ocupante mantinha relações pessoais com o escritório central do Paribas, sendo indicado por este banco. Como Avramov [2003] relata “*the bulk of his [the delegate] correspondence was not with the bondholders, but with the Paribas headquarters. His personal promotion and numerous regalia were directly dependent on Paribas*”. Este exemplo mostra como um representante internacional, que mantinha laços estreitos com o intermediário financeiro responsável pela emissão de títulos búlgaros no mercado parisiense, tinha acesso a contatos pessoais na administração, fontes primárias de informação que ajudavam o banco a suplantar eventuais alterações nos balanços governamentais. O viés governamental na divulgação de informações foi também suplantado no caso português, pelo banco *Crédit Lyonnais*, quando, em 1898, um funcionário do governo português revelou ao banco os procedimentos adotados pelo governo para manipular os balanços financeiros [Flandreau, (1988)].

Desde o começo do seu relacionamento com o Brasil, no início da década de 1820, os Rothschilds construíram uma vasta rede de agentes para fornecimento de informações privilegiadas sobre o país. Até a década de 1850, Samuel, Phillips & Co. era o principal agente comercial dos Rothschilds no país. Por exemplo, a correspondência entre os Rothschilds e esta firma contém informações sobre os conflitos de fronteira entre Brasil e Argentina durante a década de 1820 [Shaw (2005)].

Outras importantes informações que Samuel, Phillips & Co. forneciam aos Rothschilds eram os dados sobre exportações de *commodities* brasileiras. Os registros também mostram uma considerável troca de cartas entre Nathan M. Rothschilds (dono do banco) e membros da diplomacia brasileira em Londres. Além disso, as relações entre Brasil e Rothschilds também envolviam benefícios

privados. Barão de Penedo, diplomata brasileiro em Londres entre 1855 e 1889 e um dos principais articuladores do contrato de exclusividade que garantiu o monopólio do banco na emissão de dívida externa brasileira em 1858, recebeu dos Rothschilds aconselhamento sobre investimentos pessoais e cerca de £200,000 em presentes [Shaw (2005)].

Informação coletada via operação dos relacionamentos era um ativo estratégico para o intermediário financeiro. Assim como era estratégica a decisão de divulgar informações para o público. Por exemplo, se o país relacional estivesse com problemas financeiros, mas o intermediário, por meio de análises baseadas na sua informação privilegiada, acreditasse que o problema era passageiro (por exemplo, se o intermediário acreditasse que a turbulência era causada por um choque externo temporário), o comportamento ótimo do empresário poderia envolver não revelar a informação dos problemas totalmente para o público, pois, caso o mercado tivesse essa informação e fosse mais pessimista, os investidores poderiam parar de financiar o país no curto-prazo.

Nos dois casos de *distress* financeiro envolvidos neste estudo para testar a hipótese de contágio informacional (Grécia em 1893 e Brasil em 1898), o comportamento do intermediário relacional acerca da divulgação de informações foi bastante distinto. No caso brasileiro, quando o *funding loan* foi anunciado, este foi acompanhado de uma publicação de duas curtas cartas entre o presidente recém-eleito, Campos Salles, e Nathan Rothschild. Nestas cartas, o novo governo brasileiro prometia adotar as medidas econômicas negociadas no acordo de *funding loan* com os principais investidores, que consistiam principalmente de medidas para garantir a redução do meio circulante. De maneira distinta, o processo de negociação do *funding loan* grego entre o país e Hambro, como é discutido em maiores detalhes na próxima seção, envolveu primeiramente a visita de um enviado para a Grécia, com a missão de escrever um relatório sobre as finanças desse país. A viagem deste funcionário britânico era de conhecimento público e o seu relatório tornou-se público antes mesmo do anúncio do *funding loan*. De fato, no caso brasileiro, o esquema de *funding loan* foi executado como planejado, sugerindo que o país enfrentava um problema de liquidez. Já o *funding loan* grego durou apenas alguns meses, sendo abandonado e substituído pelo *default* unilateral, sugerindo que o problema grego era de insolvência. A diferença

da profundidade de crise pode parcialmente explicar as diferentes atitudes tomadas pelos intermediários financeiros em cada um dos episódios.

Quanto maior o conhecimento do intermediário da situação financeira dos países devedores, maior a capacidade de impor seu aconselhamento e suas condicionalidades, especialmente em momentos em que os países enfrentavam dificuldades. Enquanto as associações de investidores usavam ações retaliatórias (como tentar impedir títulos de países em *default* que fossem negociados na bolsa), os intermediários com relacionamento, no seu papel de conselheiros sobre as condições do mercado de títulos em Londres e por manterem linhas de crédito de curto-prazo, poderiam impor condicionalidades de maneira mais regular, ao longo da operação normal da relação [Flandreau (2003, p. 33)]. Esta capacidade de conduzir o comportamento dos devedores não era total e, assim como sugerido pela literatura de *relationship lending*, variava de acordo com a competição entre bancos. Por exemplo, Flores (2007) argumenta que a competitividade entre bancos franceses e alemães e os Barings – o principal emissor de títulos argentinos em Londres – permitiu ao país ter acesso aos mercados financeiros europeus mesmo após uma considerável deterioração dos seus fundamentos macroeconômicos após 1885<sup>13</sup>. Em um outro exemplo, embora a situação fiscal do governo brasileiro tenha se deteriorado de forma significativa a partir do início da década de 1890, os Rothschilds foram incapazes, apesar de diversas tentativas, de convencer o governo brasileiro a arrendar a *Estrada de Ferro Central do Brasil* como maneira de levantar fundos [Abreu (1994)].

Não apenas as relações permitiam a intermediários terem acesso a informação privilegiada, mas também o mercado era capaz de observar essas relações e sua pertinência para as finanças de um país. Em algumas ocasiões, as reclamações dos investidores eram direcionadas não para representantes dos países, mas para os intermediários. Este foi o caso do *Italian loan of 1881*:

“In July, 1881, a prospectus of ‘ the Italian Government 5 per cent. Loan for £14,600,000 ‘ was issued by Messrs. Baring Brothers and Co., in conjunction with Messrs. C. J. Hambro and Sons.

Letters were at once addressed to them, bringing to their notice the fact that the amount of income tax the Italian Government intended to place upon the Coupons of the Bonds of this new Loan held by external holders, had not been stated, and

<sup>13</sup> Entre 1881 e 1889, Barings emitiu £42 milhões de dívida argentina em Londres, dos quais £20 milhões foram emitidos em 1888, a apenas dois anos antes da bancarrota.

referring to the treatment of the Coupons of the Sardinian (1851) 5 per cent. Loan which had been subjected to an income tax of 13'20 per cent., although the bonds had expressly declared them exempt from taxation. The reply received from the Agents for the issue of the Loan conveyed a communication from the Ministry of the Treasury that there was no question of imposing any further tax than the income tax of 13'20 per cent, at present chargeable (Annual Report of the Corporation of Foreign Bondholders, 1881, p.51)".

Em um outro exemplo, logo após o *funding loan* brasileiro ser anunciado, o *Council of Foreign Bondholders*, por meio de uma carta privada endereçada a Nathan Rothschild, discutiu com o banqueiro sua opinião sobre o acerto que acabara de ser realizado.

Mais ainda, o fato de que investidores reconheciam a existência de relacionamento quando faziam decisões de investimento era discutido pela imprensa da época, como sugere o seguinte trecho do *Investors Monthly Manual*, logo após o anúncio do *funding loan* brasileiro.

*"At one time investors were justified in the robust faith they reposed in the princes of Finance, who invited their subscriptions to foreign loans; but that faith was rudely shaken by the breakdown in Argentine and the collapse of the Barings and Murrieta, and it is not likely to be restored by the Brazilian experience, with which Messrs. Rothschild are more particularly concerned. [...] Surely the time has arrived when the investing classes should think for themselves, and not to follow blindly whoever chooses to lead them, whether Rothschilds or Barings, Parmatos or Hooleys" [Investors Monthly Manual, June 1898, p. 6]*

Dada à forma de funcionamento dos relacionamentos e à percepção do mercado sobre essa realidade, conjectura-se neste estudo, que quando o mercado aprendia que uma crise em um país que mantinha relacionamento com um intermediário estava acontecendo, este fato podia revelar que o intermediário estava subinvestido na coleta de informações específicas sobre os países, ou que ele estava dando maus conselhos de política econômica, ou que o banco foi oportunista ao vender papéis de países que ele já sabia estarem em situação ruim. Durante a crise, portanto, os investidores recalculavam suas crenças sobre os efeitos dos relacionamentos com determinado intermediário, o que influenciava na precificação de outros países que se relacionavam com o mesmo banco do país em crise, independente de alguma informação sobre os fundamentos destes países, o que caracteriza o *spillover*. A próxima seção descreve a estratégia empírica que este trabalho emprega para testar a hipótese de contágio gerado via compartilhamento de mesmo intermediário financeiro.

## 4

### Estratégia Empírica

A estratégia de identificação de contágio informacional apoia-se na seleção de eventos de crise financeira. O *funding loan* brasileiro de 1898 e o *funding loan* grego de 1893 são dois episódios de crise financeira que possuem as seguintes características necessárias para uma identificação apropriada: (i) crises com origem interna; (ii) o país em crise mantinha um forte relacionamento com algum intermediário financeiro em Londres; e (iii) havia um grupo de países geograficamente heterogêneos com relacionamento com o mesmo intermediário financeiro que o país em crise. A condição (iii) é fundamental para a correta caracterização de contágio informacional. Se os países que mantinham relacionamento com o mesmo intermediário também produzissem as mesmas *commodities*, por exemplo, os movimentos concomitantes nos preços dos títulos desse grupo de países poderiam ser explicados por um choque no preço das *commodities*. Por exemplo, a crise argentina de 1890 é excluída porque o único país no mercado periférico a manter, a esta época, uma relação com os Barings era o Uruguai, o que evita a separação do contágio informacional do contágio geográfico<sup>14</sup>. Além disso, a moratória argentina levou o principal intermediário financeiro deste país em Londres à bancarrota e causou uma crise financeira em Londres, o que perturbou todo o mercado

Como discutido na seção anterior, desde 1858, o *merchant bank* Rothschilds era o banqueiro oficial do governo brasileiro em Londres. Em 1898, 100% da dívida brasileira em circulação em Londres fora emitida via esse intermediário. Este contrato de exclusividade era conhecido dos investidores, sendo responsabilidade do banco divulgar todos os títulos brasileiros no mercado assim como prover a imprensa financeira com informações sobre a situação política e econômica do país.

---

<sup>14</sup> Triner (2001) apresenta um estudo de caso de contágio entre Brasil e Argentina originado pela bancarrota argentina de 1890. Diferentemente do presente estudo, o trabalho de Triner racionaliza o co-movimento de preços de títulos argentinos e brasileiros pelo fato de que os investidores poderiam perceber as duas economias como muito próximas (isto é, uma abordagem geográfica). Neste trabalho, de maneira diferente, as crises foram selecionadas para minimizar efeitos geográficos.

A crise brasileira teve três principais causas: turbulências políticas, política monetária expansiva, e queda substancial no preço do café, sua principal *commodity* de exportação. A queda do preço do café teve um significativo impacto no orçamento do governo dado que as principais receitas tributárias advinham de impostos sobre a exportação.

Durante sua transição de Império para República (1889-1898), o Brasil sofreu com constantes turbulências na área política. Além disso, sucessivas desvalorizações da moeda nacional, resultaram em um maciço desbalanço fiscal. *Spreads* dos empréstimos do governo central, que se encontravam abaixo de 2% no final da década de 1880, atingiram 4% em 1898. A forte queda no preço do café após 1895 foi o golpe final na capacidade do país de manter a os pagamentos de sua dívida externa da maneira como esta foi contratada. Em março de 1898, logo após os resultados fiscais brasileiros terem sido publicados na imprensa londrina, o preço dos títulos caiu cerca de 15%. Presume-se que este foi o momento em que o mercado aprendeu sobre a crise. Os preços continuaram caindo até julho de 1898, quando o país anunciou o esquema de *funding loan*: ao invés de pagar juros sobre sua dívida externa em libras nos 3 anos subsequentes, estes seriam pagos com novos títulos. As amortizações de empréstimos embarcados no acordo (quase a totalidade da dívida externa brasileira) estavam suspensas pelos próximos 13 anos. O arranjo do *funding loan* foi desenhado sob os auspícios dos Rothschilds londrinos, que também foram responsáveis por apresentar o esquema aos investidores britânicos.

De maneira similar, uma mistura de choque no preço de *commodity* com turbulência política interna explicam a crise grega de 1893. A história da Grécia como devedora começou na década de 1820, sendo que o primeiro *default* ocorreu em menos de 10 anos após o primeiro empréstimo. Após décadas de tortuosas renegociações de dívida, a Grécia reaparece nos mercados europeus como devedora, emitindo, em 1879, 60,000,000 de francos em Paris, que foi seguida por uma série de emissões em Londres, Paris e outras praças continentais. A emissão de todos os empréstimos gregos durante este período foi realizada por um sindicato de bancos. O participante londrino deste sindicato era o *merchant bank* C.J. Hambro & Sons (Hambro). Em 1893, o serviço da dívida externa grega totalizava 33% das suas receitas tributárias [Levandis (1944)]. Seu balanço comercial dependia primordialmente da exportação de uva, cujo preço

internacional vinha caindo desde a década de 1890. No final de 1892, a falência do governo grego era inevitável. Para evitar um *default* total, o ministro das finanças, Chamilaos Tripocoupis, iniciou negociações com o banco Hambro para a emissão de um novo empréstimo em Londres. Levandis (1944) reporta alguma hesitação dos dirigentes do Hambro. As negociações que se seguiram resultaram no acordo de que um funcionário público britânico, Major Law, fosse enviado para a Grécia para escrever um relatório sobre a situação fiscal do país. Ele foi seguido por um representante francês. A visita deste funcionário era de conhecimento do mercado e o seu relatório foi aguardado e comentado vastamente pela imprensa financeira. A divulgação do relatório, em 14 de abril de 1893, gerou uma queda na quotação dos títulos gregos em Londres. Uma queda maior ainda seguiu-se à demissão do Ministro da Fazenda grego duas semanas depois. Algumas semanas após esses eventos, a Grécia anunciava um arranjo de *funding loan*.

Como mencionado acima, uma das semelhanças fundamentais dos episódios das crises grega e brasileira era a presença de um grupo de países que se relacionavam com o mesmo *merchant bank* que o país em crise à época do distúrbio. Os países participantes destes grupos eram geográfica e economicamente heterogêneos entre si, não apresentando nenhuma ligação comercial relevante. Define-se que um país tinha uma forte relação com um *merchant bank* combinando informações sobre a concentração das emissões de dívida do país com informações de fontes históricas.

Tanto no caso da crise brasileira como para a crise grega, a estratégia empírica consiste em comparar a dinâmica dos preços dos títulos de dois grupos de países: um composto pelos países que mantinham relacionamento financeiro com o país em crise (excluindo este último), e o outro pelo resto do mercado. São comparadas tanto a diferença de médias e quantis entre os dois grupos, assim como mudanças na distribuição empírica antes e depois que o mercado aprendeu sobre a crise. A próxima seção descreve como a amostra foi construída e como os diferentes grupos foram definidos.

## 5

### Dados e Estatísticas Descritivas

Utilizam-se duas fontes primárias de dados, o *Investors' Monthly Manual* (IMM), publicado pela *London Stock Exchange* entre 1869 e 1926, e o jornal diário *The [London] Times*, publicado desde o final do século XVIII. O IMM contém a lista dos principais títulos governamentais quotados na bolsa de valores, assim como informações sobre preços mensais (preço de abertura, de fechamento, mínimo e máximo), o estoque do empréstimo ainda não amortizado, e as datas de pagamentos de cupons. O *Times* publicava a quotação do dia anterior dos títulos negociados. A amostra é definida como todos os títulos cujo preço era publicado na seção *Stocks and Shares, coupons payable in London*. Este critério exclui, como discutido na seção 2, colônias e outros domínios britânicos e países financeiramente desenvolvidos. Para cada título, coletou-se o primeiro preço que aparece em uma dada semana. Ocorre, na amostra, de um determinado título não ter seu preço publicado numa certa semana, sendo tratado como observação faltante.

As tabelas III e IV apresentam o tamanho e algumas estatísticas descritivas sobre o tamanho e o estoque do empréstimos ainda não pagos para as duas crises. A tabela V mostra a divisão geográfica da amostra. Em ambos os eventos, a maioria dos títulos na amostra vem de países do oeste europeu e da América latina.

Tabela III – Amostra para o caso brasileiro

Títulos cujo preço era publicado no *Times* à época da crise:

	Número de países	Títulos	%
Total	33	90	
<i>Governos Centrais</i>	27	75	83,33%
<i>Províncias</i>	6	16	17,78%
<b><i>Governos em Default</i></b>	<b>6</b>	<b>16</b>	<b>6,67%</b>
<i>Hungria, Rússia e Chile</i>	3	15	16,67%
<i>Resto do mercado</i>	30	75	83,33%

---



---

 Estoque de dívida não paga
 

---



---

	Total	%	Mediana	Mínimo
Total	£681.705.648		£2.386.100	£145.500
<i>Governos Centrais</i>	£665.747.148	97,66%	£2.972.180	£145.500
<i>Províncias</i>	£15.958.500	2,34%	£1.131.400	£239.400
<b><i>Hungria, Rússia e Chile</i></b>	<b>£193.236.178</b>	<b>28,35%</b>	<b>£4.000.000</b>	<b>£528.200</b>
<i>Outros Governos</i>	£488.469.470	71,65%	£2.359.800	£145.500

Fontes: *The [London] Times. Stocks and Shares, coupons payable at London. Investors Monthly Manual* para estoque de dívida não paga

Tabela IV - Amostra para o caso grego

Títulos cujo preço era publicado no *Times* em fevereiro de 1893

	No. de Devedores	Títulos	%
Total	34	84	
<i>Governos Centrais</i>	27	70	83,33%
<i>Províncias</i>	7	14	16,67%
<i>Governos em Default</i>	9	14	26,47%
<i>Itáliay, Suécia, e Noruega</i>	3	9	10,71%
<i>Outros Governos</i>	31	75	89,29%

Estoque de dívida não paga

	Total	%	Mediana	Mínimo
Total	£423.648.860		£2.006.000	£122.400
<i>Governos Centrais</i>	£410.479.860	96,89%	£2.581.750	£122.400
<i>Províncias</i>	£13.169.000	3,11%	£829.300	£152.600
<b><i>Suécia, Noruega e Itália</i></b>	<b>£12.488.620</b>	<b>2,95%</b>	<b>£1.697.120</b>	<b>£740.340</b>
<i>Resto do Mercado</i>	£411.160.240	97,05%	£2.282.450	£122.400

Fontes: *The [London] Times. Stocks and Shares, coupons payable at London. Investors Monthly Manual* para estoque de dívida não paga

Tabela V – Tamanho e Distribuição da Amostra

	Crise		Crise	
	Grécia	Brasil	Grega	Brasileira
<b>América do Sul</b>	<b>Número de títulos</b>	<b>Número de títulos</b>	<b>Europa</b>	<b>Número de Títulos</b>
Argentina (central)	9	11	Bulgária	1
<i>Buenos Aires</i>	2	2	Dinamarca	-
<i>Córdoba</i>	1	3	Grécia	-
<i>Entre Ríos</i>	3	3	Hungria	1
<i>Santa Fé</i>	5	6	Itália	3
Argentina (central e provincial)	20	25	Noruega	3
Brasil (central)	4	-	Portugal	1
<i>São Paulo</i>	1	-	Rússia	6
Brasil (central e provinciais)	5	-	Espanha	2
Chile	5	8	Suécia	3
Colômbia	1	1	Turquia	9
Equador	1	1	<b>Total</b>	<b>29</b>
Paraguai	1	1		
Uruguai	1	2	<b>Ásia</b>	
Venezuela	1	1	China	4
<b>Total</b>	<b>35</b>	<b>39</b>	Japão	1
			<b>Total</b>	<b>5</b>
<b>Américas do Norte e Central</b>				
Costa Rica	2	2	<b>África</b>	
Guatemala	2	1	Egito	5
Honduras	2	1	Transvaal	1
México (central)	2	3	<b>Total</b>	<b>6</b>
<i>San Luis Potosi</i>	1	1		
<i>Tucuman</i>	1	1	<b>Oceania</b>	
México (central e provincial)	4	4	Hawaii	1
Nicarágua	1	-	<b>Total</b>	<b>1</b>
Santo Domingo	-	1		
<b>Total</b>	<b>11</b>	<b>14</b>		<b>0</b>

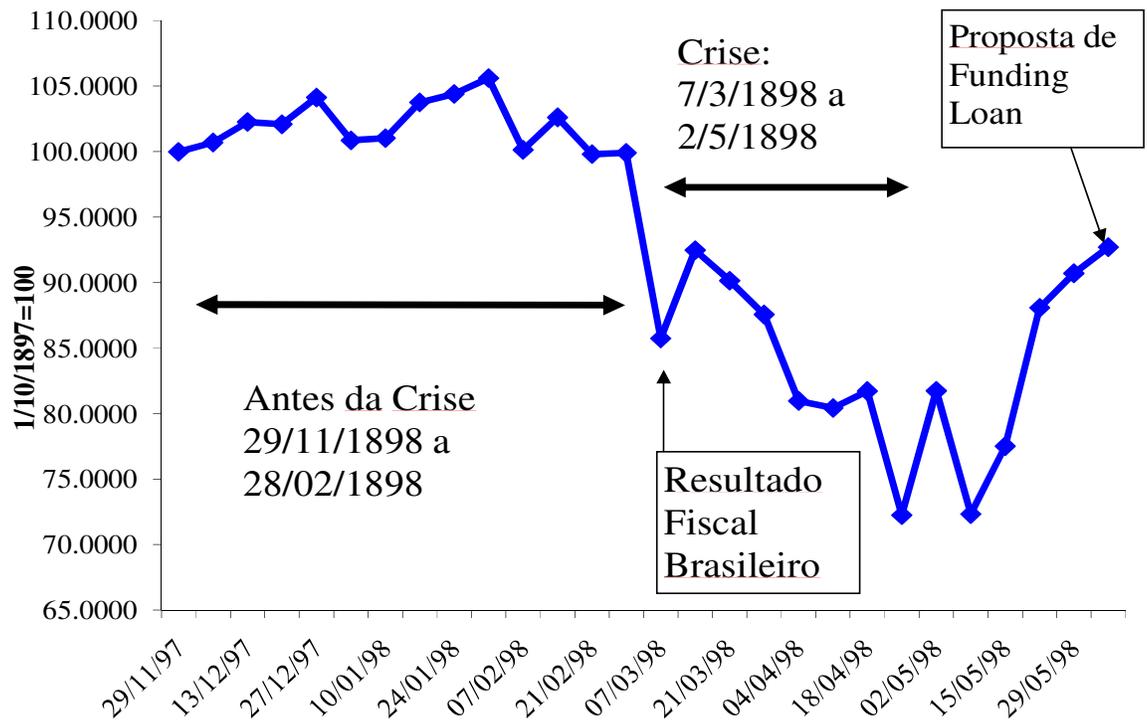
Com a informação sobre a cotação dos títulos extraída do *The Times*, junto com informações sobre a periodicidade e datas de pagamentos de cupons obtidas no IMM, computam-se os preços semanais corrigidos para levar em conta o efeito do pagamento de juros. Portanto, na semana do pagamento de dividendos, estes são somados ao preço coletado. Por exemplo, se o pagamento de juros ocorre na data 0, o preço do título nas semanas subsequentes é corrigido pela subtração do dividendo que seria pago, caso o pagamento de juros fosse semanal. Suponha que um título de taxa de juros de  $i$  %, com pagamentos de cupons semestrais, tenha valor de face 100 e um preço coletado  $p_t$ . Nas 25 semanas subsequentes a semana de pagamento ( $t = 0$ ), o preço corrigido do título  $\tilde{p}_t$  é dado por:

$$\tilde{p}_{it} = p_{it} - 100 \times ((1+i)^{52} - 1)$$

Este número de aproxima do cômputo do *yield*, mas somente supõe uma probabilidade de *default* igual a 0 nas semanas entre pagamentos de cupons, não pelo período inteiro do fluxo de caixa. Levar em conta o pagamento dos cupons é particularmente importante dada que as observações são semanais, coletadas num período relativamente curto (14-20 semanas), sendo os dividendos pagos tipicamente a cada seis ou quatro meses. Com este cálculo, evita-se que flutuações nos preços, devido ao pagamento de dividendos, tenham algum impacto nos resultados. Informações sobre o pagamento de cupons foram extraídas dos prospectos publicados no *The Times* ou nos *Annuals Reports of the Council of Foreign Bondholders* (para títulos emitidos ou cuja estrutura de pagamentos foi alterada em processos de renegociação de dívida).

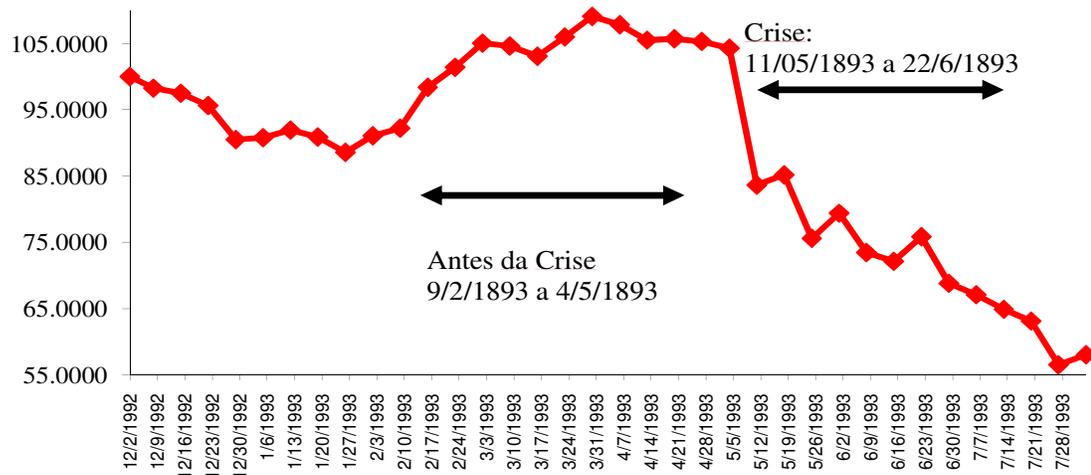
Em cada crise, foram coletados preços para 10 semanas antes que o mercado aprendesse sobre a crise e 4 semanas depois. Considera-se que o Mercado aprendeu sobre as crises quando os preços dos títulos de Brasil e Grécia caíram significativamente. Figuras I e II mostram a evolução do preço dos países em crise antes e depois do Mercado depreciar o preço dos títulos. Em ambos os casos, uma semana de queda substancial no preço dos ativos do país em crise é bem definida. As semanas que marcam o período de crise também são racionalizadas por eventos históricos. Na semana que marca o início da crise brasileira, os resultados do balanço fiscal do governo brasileiro foram publicados na imprensa londrina. Na semana que marca o início da crise (do ponto de vista do mercado londrino), o ministro das finanças grego pede demissão.

Figura I: Variação Média dos Preços dos Títulos Brasileiros – 97/98



Fonte: The [London] Times. O preço médio dos títulos é computado pela média aritmética dos preços dos 6 títulos do governo central brasileiro negociados em Londres. A média foi normalizada para 100 em 01/10/1897

Figura II: Variação Média dos Preços dos Títulos Gregos – 93/93



Fonte: The [London] Times. O preço médio dos títulos é computado pela média aritmética dos preços dos 5 títulos do governo central grego negociados em Londres. A média foi normalizada para 100 em 02/12/1892

Depois de definidos os períodos de crise e não crise, o próximo passo é estabelecer, na amostra, os países que se relacionavam com o mesmo intermediário financeiro do país em crise. Diferentemente da literatura empírica de *relationship lending* [Aoki e Dinç (2000), Berger e Udell (1995), Petersen e Rajan (1994), De Mello(2006) ), a medida relevante de relacionamento financeiro tem que ser observável pelo Mercado. Dessa maneira, define-se quando um país tem uma forte relação com um intermediário combinando-se informações sobre a concentração da emissão de dívida e fatos históricos. Como medida básica, usa-se a proporção da dívida não paga emitida pelo mesmo intermediário financeiro.

A tabela VI mostra as características das emissões de títulos para todos os países que, em fevereiro de 1898, tinham pelo menos um título emitido pelos Rothschilds, e a proporção da dívida não paga emitida por esse banco. Entre os países com alguma emissão feita pelos Rothschilds, Chile, Rússia e Hungria são considerados países com relacionamento com esse *merchant bank*. A Turquia é excluída pois possui uma proporção menor de títulos não pagos emitidos pelos Rothschilds e, principalmente, trabalhos como Feis(1962) e Wynne(1954) mostram, como discutido na seção II, que as principais receitas turcas estavam sob controle de uma comissão de investidores europeus desde 1881. Os relatórios desta comissão eram disponibilizados ao mercado pelos *Annual Reports of the Council of Foreign Bondholders*. Desta feita, o papel de monitoramento dos Rothschilds na Turquia era praticamente nulo.

Além de ter uma pequena proporção de sua dívida emitida pelos Rothschilds, o Egito também estava sob intervenção internacional, portanto, este país não é relacionado ao grupo de tratamento. Apesar do Transvaal possuir 100% de sua dívida emitida pelos Rothschilds londrinos, há registro de apenas uma emissão de uma quantia modesta, sendo portanto, também não considerado no grupo. A Espanha era um país com um percentual de concentração de emissão com os Rothschilds muito pequeno e, por este motivo, também foi excluída.

Tabela VI – Países periféricos com dívida emitida não paga (estoque fevereiro)  
emitida pelos Rothschilds

Empréstimos	Emissor	Dívida não paga (libras esterlinas)	Proporção emitida por N. M. Rothschild & Sons
<b>Chile</b>			
4.5% 1885	City Bank	745.800,00	
4.5% 1886	Rothschilds	5.604.900,00	
4.5% 1887	Rothschilds	1.089.400,00	
4.5% 1889	Rothschilds	1.484.392,00	87,08%
5% 1892	Rothschilds	1.770.400,00	
4.5% 1893	Rothschilds	582.200,00	
4.5% 1895	Rothschilds	1.988.600,00	
5% 1896	Rothschilds	4.000.000,00	
<b>Hungria</b>			
4% Gold Rentes	Rothschilds	63.400.000,00	97,13%
3% State Loan	Lloyds Bank	1.871.000,00	
<b>Rússia</b>			
1822	Rothschilds	4.445.735,00	
1859 3%	Thompson	2.375.300,00	
Nicolas Railway	Baring	21.256.440,00	
3% Transcaucasian Railway	Baring	27.312.241,00	
Cons. Series I	Rothschilds	48.459.310,00	62,37%
Cons. Series II	Rothschilds	12.485.935,00	
Cons. Series III	Rothschilds	8.221.460,00	
3.5% Bonds	Rothschilds	15.766.112,00	
4% Dvinsk and Vitebsk*	-	2.983.040,00	
<b>Turquia</b>			
4% 1891	Rothschilds/Imperial Ottoman Bank	6.157.920,00	
3.5% 1894	Rothschilds/Imperial Ottoman Bank	8.130.280,00	
4% Priority 1890	Imperial Ottoman Bank	7.303.240,00	
Converted Series A	Council of Administration of the Ottoman Public Debt	799.400,00	
Converted Series B	Council of Administration of the Ottoman Public Debt	7.930.300,00	27,15%
Converted Series C	Council of Administration of the Ottoman Public Debt	29.117.171,00	
Converted Series D	Council of Administration of the Ottoman Public Debt	42.384.465,00	
5% Customs loan	Barclay	5.160.320,00	
<b>Egito</b>			
Unified 4%	Anglo-Egyptian Banking Company	55.971.960,00	
Pref. Red 5%	Bank of England	26.568.420,00	
3% Inscribed	Bank of England	2.825.160,00	3,71%
4.25% State Domain	Rothschilds	3.546.300,00	
4% Daira Sanich	Stern	6.631.600,00	
<b>Espanha</b>			
1882 External	Financial Agency	77.587.612,00	0,53%
Quicksilver 1870	Rothschilds	413.000,00	
<b>Transvaal</b>			
5% 1892	Rothschilds	2.500.000,00	100,00%

Fonte: Total de dívida não paga: *Investor's Monthly Manual* (Feb. 1898).

Emissor: Prospecto da emissão publicado no *The Times*.

A tabela IV faz o mesmo exercício para a crise grega, isto é, mostra todos os países no mercado periférico que tinham pelo menos um título emitido ainda não pago, emitido pelo banco Hambro em fevereiro de 1893. Ao contrário do caso brasileiro, todos os países que tinham operações com o Hambro só emitiam por esse intermediário em Londres.

Não apenas Noruega e Suécia tinham 100% da sua dívida não paga emitida pelo Hambro, como todas as suas emissões de dívida desde a década de 1870, algumas já quitadas anteriormente, foram também emitidas via este intermediário. No caso italiano, apesar dos títulos negociados em Londres datarem da década de 1860, outros trabalhos em história permitem classificar este como um país que mantinha relacionamento com o banco Hambo. Em 1888, depois que problemas políticos quase levarem à guerra Itália e França, foi iniciada uma campanha na mídia contra os títulos italianos negociados em Paris. Dada a campanha de boicote e motivada por preocupações geopolíticas, o governo alemão incentivou a criação de um sindicato de bancos para sustentar o crédito italiano nas praças européias. O representante britânico neste sindicato foi justamente a casa bancária Hambro, sendo que a este sindicato foi dada exclusividade na emissão dos títulos italianos na Europa [Feis (1964, p. 238)]. Em 1880 e 1881, o governo italiano contratou dois grandes empréstimos na Alemanha e outras bolsas continentais. Embora Londres não tenha sido selecionada como um dos mercados primários para estes títulos, Hambro ficou encarregado de distribuir parte destes empréstimos para o investidor britânico.

Tabela VII – Países periféricos com estoque de dívida não paga (Fevereiro 1893) emitida por C.J. Hambro & Sons.

Empréstimos	Emissor	Dívida não paga (Libras Esterlinas)	Proporção emitida por C.J. Hambro
<b>Noruega</b>			
4% 1880	C.J. Hambro	1.055.120,00	
3.5% 1886	C.J. Hambro	1.697.120,00	100,00%
3% 1888	C.J. Hambro	3.525.760,00	
<b>Suécia</b>			
4% 1878	C.J. Hambro	887.840,00	
4% 1880	C.J. Hambro	5.988.000,00	100,00%
3% Bonds	C.J. Hambro	1.470.000,00	
<b>Itália</b>			
Sardinian 5% 1851	C.J. Hambro	740.340,00	
Irrigation 6%	C.J. Hambro	2.120.200,00	100,00%
5% Maremmana Raiway	C.J. Hambro	1.782.000,00	

Fonte: Dívida não paga: *Investor's Monthly Manual* (Fevereiro de 1893)

Emissor: Prospectos dos títulos publicados no *The Times*.

Em suma, a amostra no caso brasileiro foi dividida em dois grupos: um formado por títulos emitidos por Rússia, Chile e Hungria e outro pelos outros títulos em circulação. Analogamente, a amostra no caso grego foi dividida entre títulos italianos, suecos e noruegueses e títulos do resto do mercado.

Como aponta a tabela VIII, que contém a distribuição geográfica amostral para cada episódio de crise, o grupo de controle, isto é, o resto do mercado, era bastante heterogêneo. Isso é importante pois países homogêneos seriam objeto dos mesmo choques dos países no grupo de tratamento. A Tabela VIII mostra as estatísticas descritivas para os preços dos títulos nas amostras, antes e depois do período de crise. O preço dos títulos dos países Rothschild no caso brasileiro, caíram cerca de 5 pontos percentuais (4,69%) após a crise. Já o resto do Mercado caiu cerca de 2%. Para o caso grego, o mesmo padrão aparece, porém de forma menos dramática: 2,18% foi a queda dos países Hambro, e 1,80% a queda para o resto do mercado. Os desvios-padrão estimados são, de maneira geral, elevados e a maior no caso brasileiro.

Tabela VIII – Estatísticas Descritivas

		Episódio Brasileiro			Episódio Grego		
		Antes da Crise	Durante a Crise	Variação Percentual	Antes da Crise	Durante a Crise	Variação Percentual
Grupo de Tratamento	Número de observações	165	61.00	- 4.69%	79	34	-2.14%
	Média	95.07	90.61		98.56	96.45	
	Desvio-Padrão	15.18	18.24		7.19	6.98	
Grupo de Controle	Número de observações	799	309	-1.74%	723	343	-1.80%
	Média	67.22	66.05		67.55	66.33	
	Desvio-Padrão	32.01	31.66		30.25	29.54	

Fonte: *The [London] Times. Stocks and Shares*

A análise estatística incondicional foi estendida para outros momentos da distribuição amostral. Figuras III e IV mostram as densidades estimadas para preços dos títulos para os grupos de tratamento e controle, antes e depois do período de crise, para o episódio brasileiro e grego, respectivamente. No caso brasileiro, a densidade estimada para o grupo de tratamento claramente move-se para a esquerda. O mesmo também ocorre para a crise grega, todavia de maneira mais modesta. A tabela IX mostra os resultados para o teste de hipóteses para mudanças na densidade estimada.

Para o caso brasileiro, enquanto a hipótese nula que preços dos países do grupo de tratamento foram sorteados a partir da mesma distribuição antes e depois da crise é rejeitada, para países no grupo de controle o mesmo não ocorre (p-valor = 29,49%). Para o grupo de controle no episódio grego, as distribuições antes e depois são indistinguíveis. Para o grupo de tratamento controle rejeita-se a hipótese de igualdade das distribuições.

Figura III – Episódio brasileiro: Densidades estimadas para os Grupos de Tratamento e Controle Antes e Depois da Crise

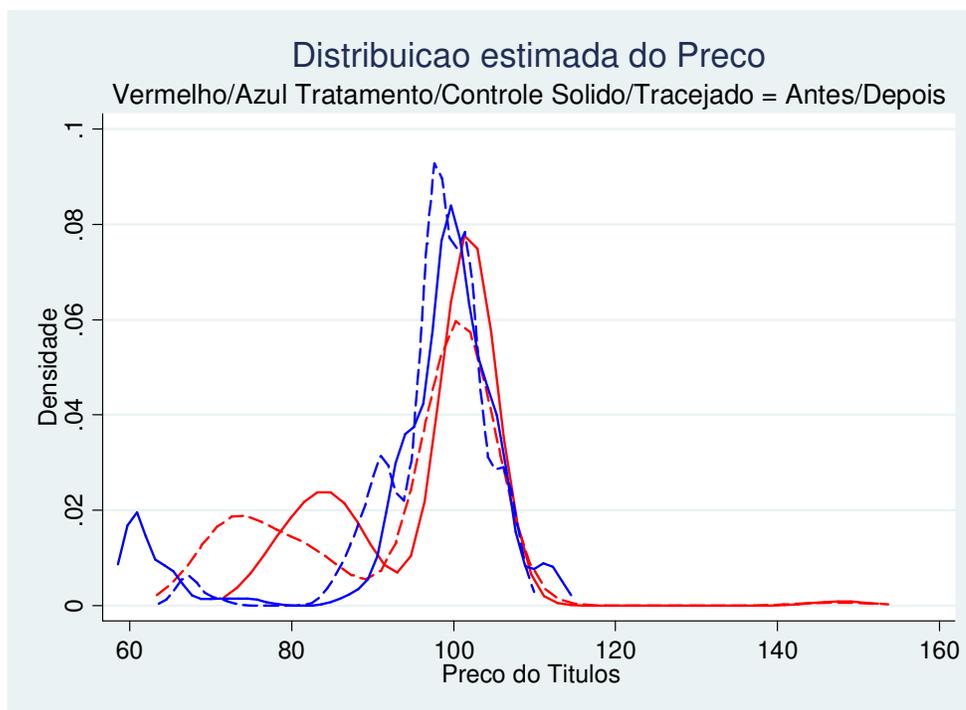


Figura IV – Episódio grego: Densidades estimadas para os Grupos de Tratamento e Controle Antes e Depois da Crise

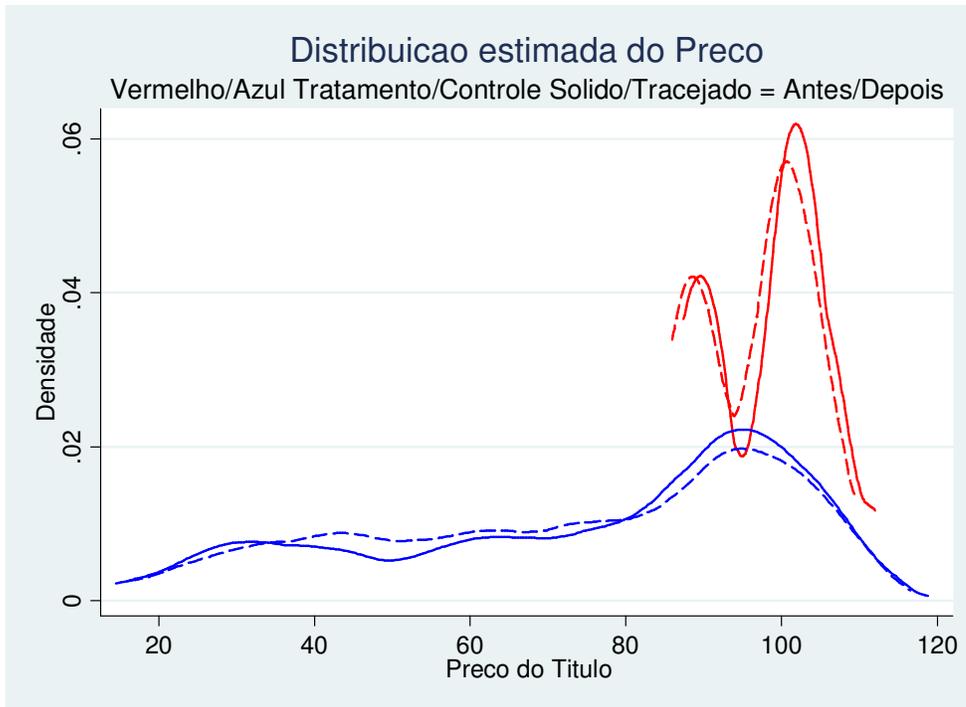


Tabela IX – Testes não paramétricos e de qualidade de distribuição

Episódio Brasileiro		Episódio Grego	
Tratamento	0.00%	Tratamento	3.06%
Controle	29.49%	Controle	55.96%

*p-values* do teste Mann-Whitney para igualdades de distribuição.  
 $H_0: F(\text{preço}) = F(\text{preço crise})$  vs  $H_1: F(\text{preço}) \neq F(\text{preço crise})$ .

As figuras III e IV indicam que, para ambos os episódios, o grupo de controle contém títulos cujo valor de mercado é substancialmente menor do que aqueles encontrados nos grupos de tratamento. Isso reflete parcialmente o fato de que o grupo de controle possui títulos de países em *default* que podem carregar um risco maior que outros países na amostra. De maneira a tornar o grupo de tratamento mais semelhante ao grupo de controle, repetem-se as estimativas das densidades não condicionais e os testes de hipóteses, excluindo do grupo de controle países cujos preços dos títulos possuíam baixo valor de mercado. Para o episódio brasileiro, foram excluídos os títulos que, em pelo menos uma semana da amostra, foram cotados abaixo de 60. O mesmo procedimento é adotado para a amostra no caso grego. A nova amostra é de 52 países no caso brasileiro e 53 no caso grego. As figuras V e VI e a tabela X exibem os resultados obtidos, que se mostram semelhantes aos encontrados anteriormente.

Figura V – Episódio brasileiro: Densidades estimadas para os Grupos de Tratamento e Controle Antes e Depois da Crise (grupo de controle reduzido)

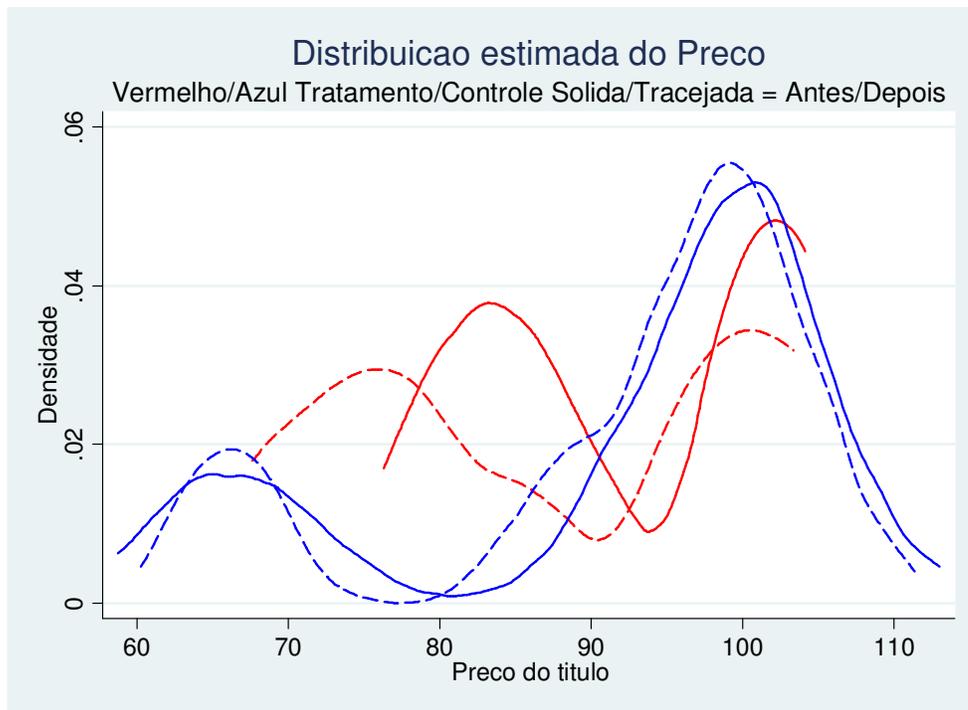


Figura VI – Episódio grego: Densidades estimadas para os Grupos de Tratamento e Controle Antes e Depois da Crise (grupo de controle reduzido)

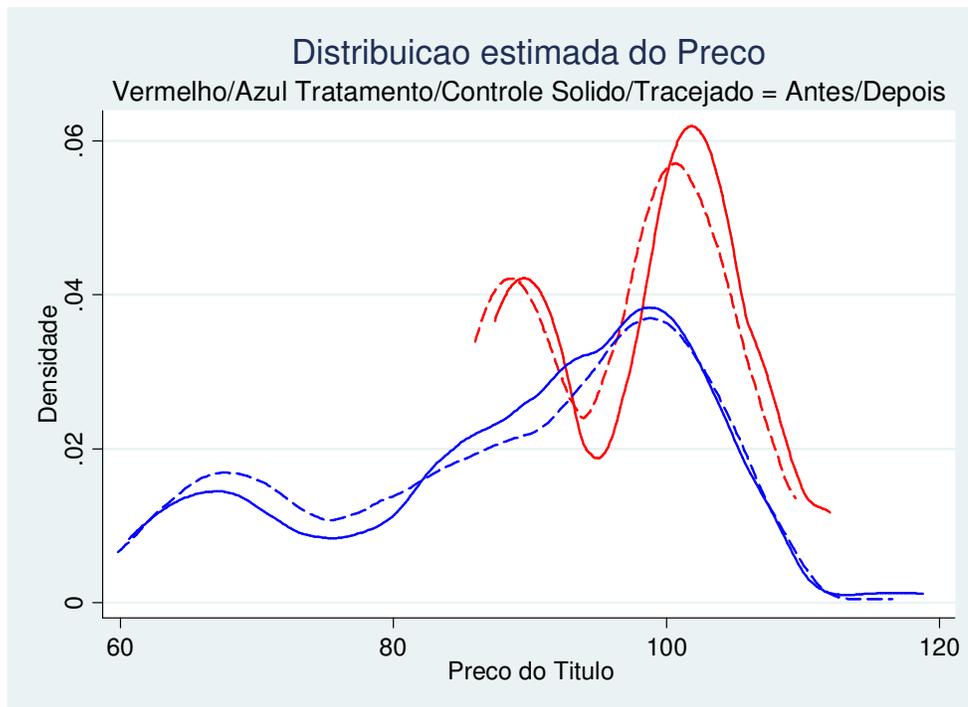


Tabela X - Testes não paramétricos de distribuições iguais (grupo de controle reduzido)

Episódio Brasileiro		Episódio Grego	
Tratamento	0,00%	Tratamento	3,06%
Controle	38,81%	Controle	92,09%

*p-values* do teste Mann-Whitney para igualdades de distribuição. H0:  $F(\text{preço}) = F(\text{preço crise})$  vs H1:  $F(\text{preço}) \neq F(\text{preço crise})$ .

## 6

### Modelo Econométrico e Resultados Principais

O modelo linear estimado para a média condicional e quantias é descrito na expressão abaixo.

$$\log(\tilde{p}_{it}) = \beta_0 + \beta_1 Episode_t + \beta_2 Merchant_i \times Episode_t + c_i + \varepsilon_{it}$$

onde  $i$  é um título e  $t$  uma semana.  $\log(\tilde{p}_{it})$  é o log natural dos preços ajustados para o pagamento de juros do título  $i$  na semana  $t$ .  $Merchant$  é uma variável categórica que assume valor 1 se o título  $i$  foi emitido por um país no grupo de controle e 0 caso contrário.  $Episode$  é uma variável absoluta que assume valor 1 nas semanas de crise e 0 caso contrário.  $\beta_2$  é o coeficiente de interesse. Quando a média condicional é estimada, este é um coeficiente de “diferença-em-diferença”, que detecta quanto a média dos países do grupo de controle caíram após a crise em relação aos preços dos títulos no grupo de tratamento. Para as regressões quantílicas, a interpretação é similar, mas ao invés da média, o coeficiente mede quanto a diferença entre os quantis dos dois grupos foi alterada.  $c_i$  é um efeito fixo por título.

Como os episódios de crise foram escolhidos por serem frutos de motivos internos, idiossincráticos, e os integrantes dos grupos de controle são suficientemente heterogêneos, o único efeito de primeira ordem que poderia racionalizar um coeficiente  $\beta_2$  negativo é o fato dos países compartilharem o mesmo intermediário financeiro. Em nossa estratégia empírica, a seleção dos episódios de crise permite afirmar que o modelo econométrico implementa um quase-experimento natural [ver Besley e Case (1994)].

Os dois episódios de crise possuem características destacáveis. No caso brasileiro, os países no grupo de controle, formado por Chile, Hungria e Rússia, é bastante heterogêneo geográfica e economicamente. Isto diminui a possibilidade de que outros choques racionalizem o resultado. Por exemplo, se este grupo fosse só constituído por países latino-americanos, então a proximidade geográfica e econômica poderia explicar os resultados. No grupo de controle do caso grego, os países são mais similares, com dois países escandinavos, mas nenhum trabalho ou

registro histórico indica que países da região tenham sofrido algum choque concomitante à crise estudada (ver Feis(1922), Wynne(1951) e *IMMs of 1893*). Além disso, testes de robustez são feitos para lidar com a proximidade geográfica do grupo *i* de controle no caso grego.

Finalmente, é importante ressaltar que os dois episódios de crise estão distantes no tempo. Como os grupos de controle nos dois casos são similares, se os episódios estivessem próximos, um choque observável num subconjunto dos países no grupo de controle racionalizaria os resultados.

A tabela XI apresenta o primeiro conjunto de regressões para as duas amostras, indicando que o preço médio dos títulos no grupo de tratamento caíram cerca de 3% a mais que os países no grupo de controle durante a crise. Todos os desvios-padrão são robustos à heterogeneidade. Nas colunas (2) e (5), *dummies* para cada semana são incluídas, e os resultados são bastante similares. Estes também são robustos à exclusão dos títulos de países em *default*.

Tabela XI – Resultados: Variável Dependente Log (Preço do Título)

	Caso Brasileiro			Caso Grego		
	Estimativa efeitos fixos			Estimativa efeitos fixos		
<i>Merchant* Episode</i>	<b>-0,0430</b> [0,0065]***	<b>-0,0443</b> [0,0066]***	<b>-0,0412</b> [0,0064]***	<b>-0,03041</b> [0,0043]***	<b>-0,0306</b> [0,0048]***	<b>-0,0231</b> [0,0040]***
<i>Episode</i>	-0,0017 [0,0036]	-	-	0,0232 [0,0036]***	-	-
Simulações semanais?	<b>Não</b>	<b>Sim</b>	<b>Sim</b>	<b>Não</b>	<b>Sim</b>	<b>Sim</b>
Títulos em <i>Default</i> excluídos ?	<b>Não</b>	<b>Não</b>	<b>Sim</b>	<b>Não</b>	<b>Não</b>	<b>Sim</b>
Número de observações	1304	1304	1304	1179	1179	1006
R-quadrado	0,0122	0,0010	0,0352	0,0053	0,0013	0,0003

Todas as regressões incluem uma constante. Desvios-padrão são robustos à heterogeneidade. \*\*\* = significante a 1%, \*\*=significante a 5%, \*=significante a 10%,

No conjunto de regressões quantílicas, cujos resultados são apresentados na tabela XII, usa-se o nível de preços ao invés do log natural. O preço mediano dos títulos no grupo de tratamento reduz-se mais que o resto do mercado nas duas crises e são significantes estatisticamente. Como um todo, os resultados das tabelas VI a VIII e das figuras III e IV sugerem que, em relação ao resto do mercado, a distribuição de preços dos países no grupo de controle realmente moveu-se para esquerda, após a crise, em ambas as amostras.

Tabela XII – Regressões Quantílicas Lineares, Variável dependente: Preço do Título

	Caso Brasileiro			Caso Grego		
	75% percentil	Mediana	25% Percentil	75% percentil	Mediana	25% percentil
<i>Merchant*Episode</i>	<b>-0,6226</b> [0,4606]	<b>-2,4801</b> [1,0417]**	<b>-2,594</b> [0,7225]***	<b>-1,5549</b> [0,3461]***	<b>-1,0506</b> [0,3154]***	<b>-0,5240</b> [0,3787]
<i>Episode</i>	-0,2401 [0,3630]	-0,6368 [0,3688]*	-0,6732 [0,4663]	0,7786 [0,5250]	0,3790 [0,3881]	0,3773 [0,3485]
Número de Observações	1116	1116	1116	1006	1006	1006
Pseudo R-quadrado	0,2132	0,2547	0,1978	<b>0,2587</b>	<b>0,2608</b>	<b>0,2529</b>

Desvios-padrão calculados pelo método de Bootstrapped (500 replicações), \*\*\* = significante a 1%, \*\* = significante a 5%, \* = significante a 10%.

Diversos testes de robustez foram conduzidos. A tabela XIII mostra apenas o coeficiente *Merchant\*Episode* para o modelo de média linear para diferentes configurações da amostra. Por exemplo, em um dos testes de robustez, a América Latina (incluindo Chile), é excluída do grupo de controle para o caso brasileiro.

Tabela XIII – Testes de Robustez

Episódios		Brasileiro		Grego	
		<i>Merchant* Episode</i>	Desvio-padrão	<i>Merchant* Episode</i>	Desvio-padrão
Começo do período de não crise	t+1	- 0,0376	[0,0063]***	- 0,0233	[0,0040]***
	t+4	- 0,0256	[0,0058]***	- 0,019	[0,0040]***
Começo da crise	t-1	- 0,0391	[0,0056]***	- 0,0242	[0,0035]***
	t+1	- 0,0452	[0,0074]***	- 0,0232	[0,0040]***
Fim da crise	t-2	- 0,0376	[0,0082]***	- 0,0306	[0,0047]***
	t+4	- 0,0317	[0,0049]***	- 0,0196	[0,0031]***
Preço não ajustado para dividendos		- 0,0391	[0,0065]***	- 0,022	[0,0040]***
Apenas títulos com preços superiores a 60: Brasil <sup>a</sup> e Grécia <sup>b</sup>		- 0,0296	[0,0054]***	-0,0077	[0,0029]***

Estimativas de efeitos fixos que incluem simulações (*dummies*) semanais e excluindo países em *default* \*\*\* = significativo a 1%, <sup>a</sup> 781 observações, (52 títulos), <sup>b</sup> 754 obs, (53 títulos),

Brasil		
	<i>Merchant* Episode</i>	Desvio Padrão
Apenas América Latina <sup>a</sup>	- 0,0674	[0,0086]***
Vizinhança da Rússia e Hungria <sup>b</sup>	- 0,0147	[0,0050]***
Grécia		
	<i>Merchant* Episode</i>	Desvio Padrão
Vizinhança grega <sup>c</sup>	- 0,0144	[0,0027]***
Vizinhança da Grécia <sup>c,d</sup> (sem Itália)	- 0,0141	[0,0032]***
Vizinhança da Grécia <sup>c,e</sup> (sem Suécia)	- 0,0173	[0,0029]***
Vizinhança da Grécia <sup>c,f</sup> (sem Noruega)	- 0,011	[0,0031]***

<sup>a</sup> Inclui Argentina, Chile, Colômbia, Uruguai e Venezuela 368 observações, (23 títulos), <sup>b</sup> Inclui Bulgária, China, Dinamarca, Egito, Grécia, Hungria, Noruega, Suécia, Turquia e Japão 592 observações, (38 títulos) <sup>c</sup> Inclui Bulgária, China, Egito, Hungria, Itália, Noruega, Portugal, Rússia, Espanha, Suécia e Turquia, 516 observações (37 títulos), <sup>d</sup> 482 observações, (34 títulos) <sup>e</sup> 482 observações, (34 títulos) <sup>f</sup> 471 observações, (34 títulos)

## 7

### **Conclusão**

Nesta pesquisa, documenta-se um novo tipo de contágio financeiro internacional, cujo mecanismo de transmissão reside no fato de países manterem relacionamentos financeiros com o mesmo intermediário. Este tipo de contágio é documentado para duas crises financeiras do final do século XIX no mercado de dívida soberana de Londres, com características necessárias para a identificação de contágio. A mesma razão pela qual relacionamentos financeiros podem ajudar a aliviar problemas de agência, podem produzir problemas de incentivo como o contágio entre títulos de diferentes emprestadores.

## Referências Bibliográficas

ABREU, M. Os Funding Loans Brasileiros, 1898-1931. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 32 n. 3, p. 515-540, 2002.

ABREU, M. Money doctors in Brazil. **Departamento de Economia PUC-Rio**, 2007. Mimeografado.

ANNUAL report of the Corporation of Foreign bondholders, **Council House**, London, 1873;1914.

AOKI., M.; DINÇ S. Relational Financing as an Institution and its Viability under Competition. In: AOKI M.; SAXONHOUSE G. (eds.). **Finance, Governance, and Competitiveness in Japan**, Oxford: Oxford University Press, 2000.

AVRAMOV, R. Advising, conditionality, culture: money doctors in Bulgaria. In: FLANDREAU M. (eds.). **Money doctors: the experience of international financial advising 1850-2000**, Oxford: Oxford University Press, 2000.

BERGER, A.; UDELL, G. Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance. **The Journal of Business**, v. 68, n. 3, p. 351-381, 1995.

BESLEY, T.; CASE, A. Unnatural Experiments? Estimating the Incidence of Endogenous Policies. **Economic Journal**, v. 110 , p. 672-694, 2000.

BLAISDELL, D. **European Financial Control in the Ottoman Empire: a study of the establishment, activities, and significance of the administration of the Ottoman Public debt**. New York: AMS Press, 1966.

BOLTON, P.; SCHARFSTEIN, D. A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting. **The American Economic Review**, v. 80, n. 1, p. 1-25, 1990.

BOOT, A.; THAKOR, A. Moral Hazard and Secured Lending in an In- finitely Repeated Credit Market Game. **International Economic Review**, v. 35, n. 4, p. 899-920, 1994.

BORCHARD, E. **State Insolvency and Foreign Bondholders Volume I General Principles**. New Haven: Yale University Press, 1951.

BRAU, J.; FAWCETT, S. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. **Journal of Finance**, v. 61, n. 1, p. 399-436, 2006.

CALVO, G. **Balance-of-Payments Crises in Emerging Markets: Large Capital Inflows and Sovereign Governments**. University of Maryland, 1998. Mimeografado.

CALVO, G.; MENDOZA, E. Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets. **Journal of International Economics**, v. 51, n. 1, p. 79-113, 2000.

CARTER, R.; DARK, F.; SINGH, A. Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long Run Performance of IPO Stocks. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 1, p. 285–311, 1998.

CARTER, R.; MANASTER, S. Initial public offerings and underwriter reputation. **The Journal of Finance**, v. 45. n.4, p. 1045–1067, 1990.

CARRASCO, V.; MELLO, J. M. P. A Relational Theory of Relationship Lending under Contractual Incompleteness. **Working paper, Departamento de Economia, PUC-Rio**, n. 523, 2006.

DAVIS, L.; GALLMAN, R. **Evolving Financial Markets and International Capital Flows: Britain, the Americas, and Australia, 1865-1914**, London: Routledge, 2003.

FLANDREAU, M. Caveat Emptor: Coping with Sovereign risk without the Multilaterals 1871-1913 **CEPR Discussion Paper**, n. 2004, 1998.

FLANDREAU, M. Crises and punishment: moral hazard and the pre-1914 international financial architecture In: FLANDREAU, M. (eds.). **Money doctors: the experience of international financial advising 1850-2000**, Oxford: Oxford University Press, 2000.

FEIS, H. **Europe: the World's Banker 1871-1914**. New Haven: Yale University Press, 1964.

FLORES, J. Lending Booms, Underwriting and Competition: The Baring Crisis Revisited. **Working paper in Economic History**, n. 07-01, Universidad Carlos III De Madrid, 2007.

GOLDSTEIN, I.; PAUZNER, A. Contagion of Self-Fulfilling Financial Crises Due to Diversification of Investment Portfolios. **Journal of Economic Theory**, v. 119, p. 151-183, 2004.

HOSHI, T.; KASHYAP, A.; SCHARFSTEIN, D. Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups. **The Quarterly Journal of Economics**, MIT Press, v. 106, n. 1, p. 33-60, 1991.

INVESTORS Monthly Manual, **The London Exchange**, 1869-1914.

KAMINSKY, G. L.; REINHART, C. On Crises, Contagion, and Confusion, (with CARMEN REINHART). **Journal of International Economics**, v. 51, n. 1, p. 145-168, 2000.

KODRES, L.; PRISTSKER, M. A Rational Expectations model of financial contagion. **Journal of Finance**, v. 57, n. 2, p. 769-799, 2002.

KRIGMAN, L.; SHAW, W.; WOMACK, K. Why do Firms Switch Underwriters?. **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 2-3, p. 245-284, 2000.

LEVANDIS, J. **The Greek Foreign Debt and the Great Powers, 1821-1898**. New York: Columbia University Press, 1944.

KURMAN, M.; PERSAUD, A. Pure contagion and investors' shifting risk appetite: analytic issues and empirical evidence. **International Finance**, n. 5, p. 401-36, 2002.

MARICHAL, C. **A Century of Debt Crises in Latin America: from Independence to the Great Depression, 1820-1930**. Princeton: Princeton University Press, 1988.

MAURO, P.; YAFEH, P. The Corporation of Foreign Bondholders. **IMF Working paper**, n. 03/107, 2003.

PETERSEN, M.; RAJAN, R. The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. **The Journal of Finance**, v. 49, No 1, p. 3-37, 1994.

RAJAN, R. Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's Length Debt. **The Journal of Finance**, v. 47, n. 4, p. 1367-1400, 1992.

SCHINASI, G.; SMITH, R. Portfolio Diversification, Leverage and Financial Contagion. **IMF Staff Papers**, v. 47 (December), p. 159-76, 2000.

SHAW, C. Rothschilds and Brazil: An Introduction to Sources in the Rothschild Archive. **Latin American Research Review**, v. 40, n. 1, p. 165-185, 2005.

SUNDERLAND, D. Principals and Agents: The Activities of the Crown Agents for the Colonies, 1880-1914. **The Economic History Review**, New Series, v. 52, n. 2, p. 284-306, 1999.

STEWART, R. Great Britain's Foreign Loan Policy. **Economica**, New Series, v. 5, n. 17, p. 45-60, 1938.

TOMZ, M. **Enforcement by Gunboats**, Stanford University, 2006. Mimeografado.

TRINER, G. **International Capital and the Brazilian Encilhamento, 1889-1892: An Early Example of Contagion among Emerging Capital Markets?**, Rutgers University, 2001. Mimeografado.

VALDES, R. **Emerging Markets Contagion**, MIT, 1996. Mimeografado.

VAN RIJCKEGHEM, C.; WEDER, B. Spillover through banking centers: a panel data analysis. **IMF Working Paper**, n. 00/88, 2000.

WRITH, M. The Crisis of 1890. **The Journal of Political Economy**, v. 1, n. 2, p. 214-235, 1893.

WYNNE, W. **State Insolvency and Foreign Bondholders Volume II Selected cases histories of governmental foreign bonds defaults and debt readjustments**. New Haven: Yale University Press, 1951.

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)