

1

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 compreensiva 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 mantém 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.