

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 secundário¹. 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 Continental², 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 1860³, 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

¹ 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.

² 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.

³ 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 londrino⁴. 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).

⁴ 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 total⁵.

⁵ 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	
Libéria ‡	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	
Santo Domingo †	1872-1888	
	1823-1851	
Espanha ‡	1871-1876	
	1898-1902	
Turquia †	1874-1881	
	1876-1883	
Uruguai ‡	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 periférico⁶, 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 Criméia⁷. (1854-56) e nos anos subseqüentes, o governo britânico apoiou os esforços turcos para levantar recursos financeiros nos mercados europeus.⁸. O pagamento de juros do *1855 Turkish loan* era garantido pelos governos britânico e francês.⁹. Ao fim da guerra seguiu-se uma série de emissões turcas na Europa¹⁰. 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*

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

⁸ 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.

⁹ 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)].

¹⁰ 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)].¹¹.

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*

¹¹ 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 investidores¹². 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

¹² 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.