



EXPECTATIVAS DOS CREDORES EXTERNOS SOBRE A SOLVABILIDADE DO ESTADO PORTUGUÊS, 1881-1910

Nuno Valério

Plano

0. Introdução.
1. Os dados de base e os principais cálculos efectuados.
2. Análise dos elementos disponíveis.
3. Conclusões.

Quadro 1 — Valores e rendimentos dos títulos portugueses e britânicos.

Quadro 2 — Razões entre os rendimentos e os riscos dos títulos portugueses e britânicos.

Nota sobre o cálculo do valor actual dos rendimentos futuros de um título.

0. Introdução

«Com os fundos portugueses janta-se bem, mas dorme-se pouco
socegado; com os Inglezes e francezes o somno é pacífico, quasi,
porém, se morre de fome.»

(AUGUSTO FUSCHINI, *O Presente e o Futuro de Portugal*,
Companhia Typographica, Lisboa, 1899.)

O objectivo deste artigo é verificar como evoluíram as expectativas dos credores externos quanto à solvabilidade do Estado Português face à suspensão parcial do pagamento dos encargos da dívida externa em 1892 e à conversão dessa dívida em 1902. Para isso, haverá que estimar o grau de risco de não cumprimento dos compromissos contratuais atribuído aos títulos da dívida externa portuguesa nas transacções do Stock Exchange, de Londres, entre 1881 e 1910, o que inclui os onze anos imediatamente anteriores à suspensão de pagamentos (1881-1891), os onze anos em que vigorou a suspensão (1892-1902) e os oito anos imediatamente posteriores à conversão (1903-1910). Tal trabalho

corresponde, em larga medida, ao exame quantitativo da afirmação de Fuschini acima citada.

O quadro 1 contém os dados de base utilizados e o quadro 2 contém os resultados de alguns cálculos sobre eles efectuados. O ponto 1 apresenta tais dados e cálculos e o ponto 2 efectua a sua análise. Finalmente, o ponto 3 tenta sintetizar as conclusões. Em nota anexa são apresentadas as fórmulas de cálculo financeiro utilizadas.

1. Os dados de base e os principais cálculos efectuados

A) Empréstimos portugueses considerados

Os empréstimos portugueses considerados foram:

- a) De 1881 a 1891, o empréstimo consolidado com juro de 3 % criado pelo decreto de 18 de Dezembro de 1852 e ampliado depois pelas leis de 15 de Julho de 1856, de 26 de Julho de 1856 e de 4 de Junho de 1857, pelo decreto de 22 de Junho de 1859 e pelas leis de 5 de Maio de 1860, de 3 de Julho de 1863, de 1 de Julho de 1867, de 18 de Julho de 1869, de 7 de Abril de 1877, de 21 de Junho de 1880, de 21 de Junho de 1883, de 14 de Maio de 1884 e de 17 de Julho de 1891;
- b) De 1892 a 1902, o mesmo empréstimo com juro reduzido a 1 % pelo decreto de 13 de Junho de 1892 (suspensão parcial dos pagamentos);
- c) De 1903 a 1910, a 1.^a série do empréstimo amortizável com juro de 3 % e amortização em prestações progressivas com encargos totais constantes no prazo de 99 anos criado pela lei de 14 de Maio de 1902 [para conversão de empréstimos anteriormente existentes, entre os quais o empréstimo consolidado das alíneas a) e b)].

Trata-se, sem dúvida, dos mais importantes empréstimos externos do Estado Português nos anos considerados.

B) Cotações dos títulos portugueses

As cotações consideradas foram as cotações médias anuais obtidas por média aritmética simples das médias semanais, sendo estas obtidas por média do máximo e mínimo semanal.

Os valores das cotações máxima e mínima semanal no Stock Exchange, de Londres, foram recolhidas por António Lopes Vieira, a quem agradeço a autorização dada para os utilizar.

C) Rendimento dos títulos portugueses

Os rendimentos atribuídos à dívida pública portuguesa foram, naturalmente, as taxas de juro que tornam o valor descontado dos rendimentos contratuais dos empréstimos iguais à cotação dos títulos no mercado.

D) Rendimento dos títulos britânicos

O rendimento dos títulos da dívida pública britânica foi colhido no *Abstract of British historical statistics*, de B. R. Mitchell, com a colaboração de Phyllis Deane (Cambridge University Press, Cambridge, 1962).

Os empréstimos considerados foram os consolidados, com juro de 3 % até 1888, de 2,75 % de 1889 a 1902 e de 2,5 % de 1903 em diante.

E) Valor descontado dos títulos portugueses

Os valores descontados dos rendimentos contratuais dos títulos da dívida pública portuguesa considerados foram calculados utilizando como taxa de juro corrente no mercado o rendimento dos títulos britânicos.

Este procedimento equivale a admitir a ausência total de risco de não cumprimento dos compromissos contratuais no caso da dívida britânica.

F) Risco avaliado

O risco de falta aos pagamentos contratuais avaliado nas transacções do Stock Exchange foi calculado com base na hipótese de que a cotação de mercado corresponde ao valor descontado dos rendimentos esperados (isto é, na hipótese da ausência de flutuação das cotações devido a expectativas dessa mesma flutuação). Nestas circunstâncias, o risco referido foi calculado subtraindo ao valor descontado o quociente entre a cotação e o valor descontado.

2. Análise dos elementos disponíveis

A) Rendimento dos títulos

Não é difícil verificar que o rendimento dos títulos portugueses foi sempre muito superior ao dos britânicos, embora tenha sido também muito mais irregular. Considerando separadamente os três períodos relevantes, verifica-se ainda que:

- a) Antes da suspensão dos pagamentos, os títulos portugueses rendiam entre 4,5 % e 6 %, com uma média de 5,6 %, enquanto os títulos britânicos renderam entre 2,8 % e 3 %. Como consequência disso, o rendimento dos títulos portugueses excedeu o dos britânicos entre 60 % e 131 %, com uma média de 91 %;
- b) Enquanto durou a suspensão de pagamentos, os títulos portugueses renderam entre 3,3 % e 5 %, com média de 4,1 %, enquanto os títulos britânicos renderam entre 2,5 % e 2,9 %; como consequência disso, o rendimento dos títulos portugueses excedeu o dos britânicos entre 14 % e 100 %, com uma média de 51 %;
- c) Depois da conversão de 1902, os títulos portugueses renderam entre 4,4 % e 5,1 %, com média de 4,8 %, enquanto os títulos britânicos renderam entre 2,8 % e 3,1 %. Como consequência disso, o rendimento dos títulos portugueses excedeu o dos britânicos entre 52 % e 82 %, com uma média de 66 %.

Em síntese:

- a) Tanto em relação aos títulos portugueses como aos britânicos, o máximo do rendimento foi atingido nos anos de 1881 a 1891 e o mínimo do rendimento foi atingido nos anos de 1892 a 1902, quedando-se o rendimento dos anos de 1903 a 1910 a um nível intermédio;
- b) Igual evolução teve o desnível do rendimento entre os dois tipos de títulos;
- c) O período da suspensão parcial de pagamentos foi o de maior irregularidade no rendimento dos títulos portugueses e o período posterior à conversão de 1902 foi o de maior estabilidade nesse rendimento, ficando o período anterior à suspensão parcial de pagamentos em posição intermédia quanto a este aspecto.

B) Risco de não cumprimento das condições contratuais

Também não é difícil verificar que foi sempre relativamente elevado o risco de não cumprimento das condições contratuais dos títulos portugueses avaliado nas transacções do Stock Exchange (em rigor, e dado que os cálculos efectuados assentam na hipótese da ausência de tal risco para os títulos britânicos, os valores apresentados são indicadores da diferença de risco entre os títulos portugueses e britânicos). Considerando separadamente os três períodos relevantes, verifica-se ainda que:

- a) Antes da suspensão de pagamentos, o risco atribuído à dívida portuguesa variou entre 38 % e 56 %, com uma média de 47 %;
No final da década de oitenta parecia desenhar-se um aumento de confiança na solvabilidade do Estado Português, quebrado em 1891, provavelmente devido ao abandono do padrão-ouro ocorrido em 9 de Julho de 1891;
- b) Enquanto durou a suspensão de pagamentos, o risco atribuído à dívida portuguesa variou entre 12 % e 50 %, com uma média de 33 %. Foram muito grandes as flutuações ao longo dos anos noventa e nítido o aumento de confiança no princípio do século XX;
- c) Depois da conversão de 1902, o risco atribuído à dívida portuguesa variou entre 31 % e 42 %, com uma média de 37 %. As flutuações ao longo destes anos foram indubitavelmente mais reduzidas do que durante os anos anteriores considerados.

Em síntese:

- a) As expectativas mais pessimistas sobre a solvabilidade do Estado Português prevaleceram entre 1881 e 1891 e as mais optimistas entre 1892 e 1902, quedando-se os anos de 1903 a 1910 a um nível intermédio;
- b) A maior variabilidade das expectativas verificou-se entre 1892 e 1902 e a menor entre 1903 e 1910, ficando os anos de 1881 a 1891 numa situação intermédia;

- c) Existe uma alta correlação positiva (+ 96 %) entre o desnível entre os rendimentos dos títulos portugueses e britânicos e o risco atribuído aos títulos portugueses e mesmo entre o rendimento dos títulos portugueses e o risco que lhes era atribuído (+ 89 %). (Pode considerar-se que o valor mais elevado da primeira dessas correlações confirma o carácter relativo do risco avaliado para os títulos portugueses.)

3. Conclusões

Grande desconfiança dos credores externos em relação ao cumprimento dos compromissos contratuais; altos rendimentos: eis os traços principais da dívida pública externa de Portugal entre 1881 e 1910 que a análise anterior comprovou. Confirma-se, sem margem para dúvida, a opinião de Fuschini.

Valerá, talvez, entretanto, a pena sublinhar nestas conclusões um ponto. A correlação positiva e significativa entre o rendimento e o risco atribuído aos títulos portugueses, facto que está de acordo com a hipótese habitualmente colocada na teoria económica da aversão ao risco na composição da carteira dos agentes económicos, implica que qualquer redução dos encargos para o Estado Português aumentava a confiança no pagamento desses encargos e que qualquer aumento desses encargos diminuía tal confiança. Não é, por isso, verdade, e os números e os argumentos apresentados provam-no, que a suspensão parcial de pagamentos tenha reduzido a confiança na solvabilidade do Estado Português e que a conversão de 1902 tenha aumentado essa confiança. Foi exactamente o contrário que se verificou.

QUADRO 1

Valores e rendimentos dos títulos portugueses e britânicos

Ano	Cotação dos títulos portugueses	Rendimento dos títulos portugueses	Rendimento dos títulos britânicos	Valor descontado do rendimento dos títulos portugueses
1881	53	5,7	3,0	100
1882	53	5,7	3,0	100
1883	53	5,7	3,0	100
1884	50	6,0	3,0	100
1885	45	6,7	3,0	100
1886	50	6,0	3,0	100
1887	56	5,4	3,0	100
1888	62	4,8	3,0	100
1889	66	4,5	2,8	107
1890	62	4,8	2,9	103
1891	45	6,7	2,9	103
1892	26	3,8	2,8	36
1893	22	4,5	2,8	36
1894	23	4,3	2,7	37
1895	26	3,8	2,6	38
1896	26	3,8	2,5	40
1897	23	4,3	2,5	40
1898	20	5,0	2,5	40
1899	25	4,0	2,6	38
1900	24	4,2	2,8	36
1901	26	3,8	2,9	34
1902	30	3,3	2,9	34
1903	64	4,9	2,8	108
1904	62	5,1	2,8	106
1905	69	4,5	2,8	106
1906	71	4,4	2,8	106
1907	67	4,7	3,0	100
1908	62	5,1	2,9	103
1909	62	5,1	3,0	100
1910	67	4,7	3,1	97

Fontes: As indicadas no texto.

Unidade: Percentagem.

EXPECTATIVAS DOS CREDORES EXTERNOS, 1881-1910

QUADRO 2

Razões entre os rendimentos e os riscos dos títulos portugueses e britânicos

Ano	Rendimento dos títulos portugueses Rendimento dos títulos britânicos	Risco atribuído aos títulos portugueses
1881	190	47
1882	190	47
1883	190	47
1884	200	50
1885	223	55
1886	200	55
1887	180	44
1888	160	38
1889	161	38
1890	166	40
1891	231	56
1892	136	28
1893	161	39
1894	159	38
1895	146	32
1896	152	35
1897	172	43
1898	200	50
1899	154	34
1900	160	33
1901	131	24
1902	114	12
1903	175	40
1904	182	42
1905	161	35
1906	157	33
1907	157	33
1908	176	40
1909	170	38
1910	182	31

Fonte: Cálculo a partir do quadro 1.

Unidade: Percentagem.

Nota sobre o cálculo do valor actual dos rendimentos futuros de um título

No cálculo do valor actual dos rendimentos futuros dos títulos portugueses e do seu rendimento foram utilizadas as seguintes fórmulas bem conhecidas do cálculo financeiro:

a) No caso dos títulos consolidados:

$$V_t = K \frac{J}{i}$$

b) No caso dos títulos amortizáveis:

$$V_t = K \left[\frac{j}{i} - \frac{j}{i} \times \frac{j}{(j+i)^n - (j+i)^t} \times \frac{(j+i)^n - (j+i)^t}{(j-i)(j+i)^{n-t}} + \right. \\ \left. + \frac{j}{(j+i)^n - (j+i)^t} \times \frac{(j+i)^n - (j+i)^t}{(j-i)(j+i)^{n-t}} \right]$$

com $V_t = K$ se $j = i$, onde:

- a) V_t é o valor actual dos rendimentos futuros;
- b) K é o valor nominal do título;
- c) j é a taxa de juro nominal do título;
- d) i é a taxa de juro corrente no mercado;
- e) n é o período (ano) em que deve estar concluída a amortização do empréstimo (considerando como 0 o ano de contracção do empréstimo);
- f) t é o período (ano) de referência (considerando como 0 o ano de contracção do empréstimo).

A primeira fórmula acima indicada foi, naturalmente, a utilizada para os anos de 1881 a 1902 (empréstimo consolidado, primeiro com juro de 3 %, depois com juro de 1 %). A segunda fórmula acima indicada foi, também naturalmente, a utilizada para os anos de 1903 a 1910 (empréstimo amortizável com juro de 3 %).

Nuno Valério

Gabinete de História Económica e Social
do Instituto Superior de Economia,
da Universidade Técnica de Lisboa