

## 9

## Rússia

Segundo a equação do GARCH com *dummy* padrão-ouro, o padrão-ouro não afeta a volatilidade dos títulos russos.

Tabela 9.1: GARCH com *dummy* padrão-ouro.

	<i>I</i>	<i>II</i>	<i>III</i>	<i>IV</i>
<i>C</i>	1.41e - 03 (2.193)	-3.94e - 03 (-0.906)	0.21654 (1.730)	0.21821 (1.569)
<i>PC</i> <sub>1</sub>	—	—	-2.68e - 03 (-1.810)	-2.72e - 03 (-1.677)
<i>PC</i> <sub>2</sub>	—	—	-2.86e - 06 (-1.393)	-2.87e - 06 (-1.432)
<i>PC</i> <sub>3</sub>	—	—	2.13e - 04 (2.293)	2.15e - 04 (2.247)
<i>ARCH - M</i>	—	0.36931 (1.209)	—	0.12282 (0.233)
<i>C</i>	9.15e - 06 (1.838)	9.72e - 06 (1.667)	1.44e - 05 (1.076)	8.24e - 06 (0.825)
<i>ARCH</i>	0.06035 (2.954)	0.06626 (2.938)	0.05390 (1.456)	0.04399 (1.596)
<i>GARCH</i>	0.89831 (26.398)	0.88855 (23.058)	0.87651 (9.871)	0.91366 (13.975)
<i>DPO</i>	8.63e - 07 (0.361)	1.50e - 06 (0.562)	8.79e - 07 (0.253)	1.29e - 06 (0.530)
<i>R</i> <sup>2</sup>	0	1.86e-03	0.0127	0.01233
<i>n</i>	515	515	408	408
Início	1870:02	1870:02	1880:01	1880:01
Final	1913:12	1913:12	1913:12	1913:12

Tabela 9.2: Modelo para Variância. Tabela Auxiliar.

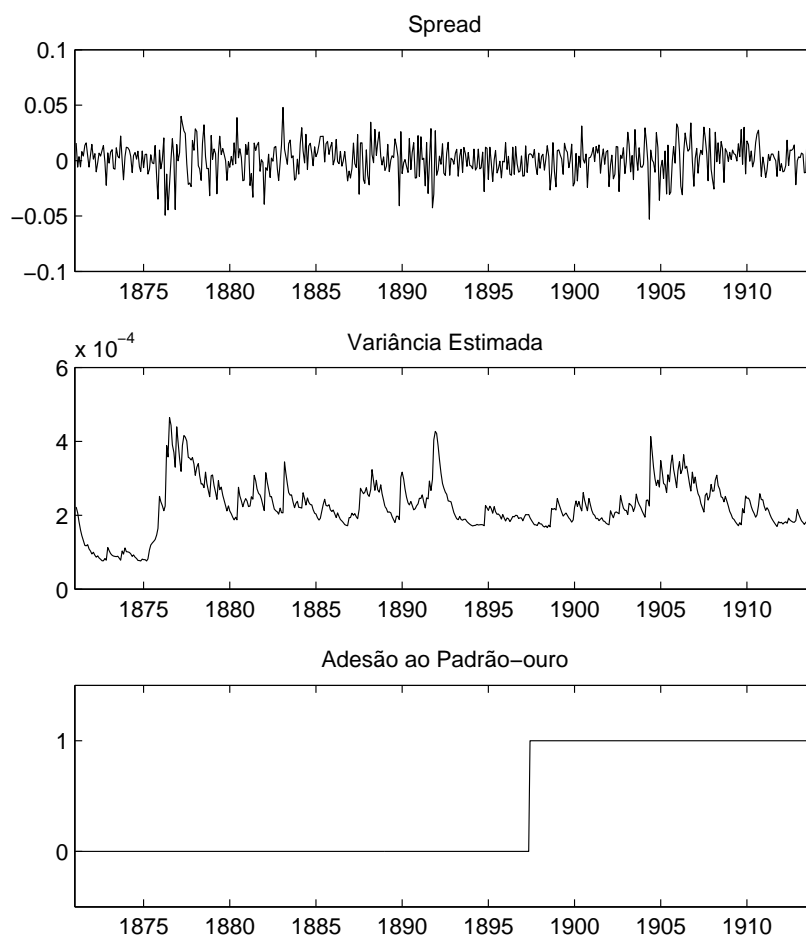
	<i>I</i>	<i>II</i>	<i>III</i>	<i>IV</i>
AIC	-5.6053	-5.5981	-5.6035	-5.6012
BIC	-5.5641	-5.5487	-5.5249	-5.5127
Estatística-F	—	0.18985 (96.64%)	0.7370 (64.07%)	0.6224 (75.91%)
Verossimilhança	1448.36	1447.52	1151.12	1151.63

O modelo de *Flexible Coefficient GARCH* encontrou, contudo, um aumento da variância permanente a começar em maio de 1875. No curto-prazo, este movimento pode ser associado à deterioração das relações anglo-russas, com o acirramento da competição na Ásia Central; no longo-prazo, o aumento da volatilidade pode ser compreendido como consequência de um conjunto de reformas que isolariam o país da Europa Ocidental, em especial do Reino Unido. Em todo caso, para o período considerado o mercado fundamental para títulos russos era a praça parisiense, onde a maior parte dos títulos fora emitido, e não a londrina, que constituiu a base de dados para este trabalho.

Tabela 9.3: Flexible Coefficient GARCH

	1 Regime	2 Regimes	3 Regimes
$C$	$1.23e - 05$ (1.525)	$9.73e - 06$ (0.203)	$3.00e - 06$ (0.672)
$GARCH$	0.87449 (15.838)	0.82092 (10.019)	0.91714 (11.681)
$ARCH$	0.07151 (3.380)	0.06871 (4.832)	0.03014 (2.503)
$\beta_1$	—	$1.65e - 05$	$9.80e - 05$
$\gamma_1$	—	75	75
$c_1$	—	1875 : 05	1875 : 09
$\beta_2$	—	—	$-9.00e - 05$
$\gamma_2$	—	—	75
$c_2$	—	—	1876 : 06
AIC	-3834.15	<b>-3834.47</b>	-3832.51
$n$	515	515	515
Início	1871:02	1871:02	1871:02
Final	1913:12	1913:12	1913:12

Figura 9.1: Variância dos *spreads* e Padrão-ouro.



## Interpretação

A história econômica russa pode ser compreendida através do pêndulo de forças políticas que oscilou entre simpatia e rejeição às idéias liberais, usualmente identificadas com a Europa Ocidental – como a abertura econômica e o incentivo à iniciativa privada e à economia de mercado –, e proposições isolacionistas que marcariam grande parte da política russa.

As reformas bancárias de 1860 foram um marco em direção à uma política econômica alinhada com a ideologia da Europa ocidental. Em maio deste ano, foi criado o “Banco do Estado”, que mantinha reservas em ouro e era responsável por comprar e vender o metal, prata e títulos estaduais, aceitar depósitos e prover crédito, rapidamente se tornando o “banco dos bancos”, e dava ao governo a ferramenta para influenciar a economia e o sistema bancário como um todo. Como resultado, durante as duas décadas seguintes um sistema bancário desenvolver-se-ia no país, tendo São Petersburgo e Moscou como principais centros financeiros. Os bancos eram politicamente conectados aos governos e na prática muitos se comportavam como apêndices executivos da política governamental, inclusive ao representar e defender os interesses do país no exterior. Associado às reformas bancárias, o país empreendeu a emancipação dos escravos, ampliando a relação de trabalho assalariada e livre. Por todas estas mudanças, a indústria se desenvolveu a passos largos.

A política econômica russa operou durante todo o período clássico conscrita à alianças bélicas e conflitos esporádicos. A deterioração das relações anglo-russas devido à competição na Ásia Central fez, a partir do meio da década de 1870, que a praça financeira da *City* fosse preterida em favor inicialmente da alemã, e posteriormente em favor da França. Não obstante, continuavam as reformas liberalizantes na economia russa. Em 1886, por exemplo, foi lançada uma lei regulando a relação de trabalho livre; no mesmo ano, foi eliminada a “taxa de pedágio”, favorecendo enormemente a mobilidade de pessoas e o trabalho livre.

Todavia, más colheitas em 1883 e 1885 pioraram uma situação econômica já instável e derrubaram o Ministro das Finanças em janeiro de 1887. A mudança de ministros trouxe consigo um forte redirecionamento de política: o novo grupo era conhecido por se opor às políticas liberalizantes do ministro anterior. Defendendo a “autocracia popular” no país, propunham o aumento e extensão do poder autocrático, o protecionismo e o controle rígido da circulação monetária, assim como o controle sobre bolsa, mercado de capitais e empresas privadas. Com o objetivo de alcançar tal fim, a nova administração iniciou desde 1889 um conjunto de reformas. As tarifas de importação

foram substancialmente aumentadas, criou-se a regulação sobre preços, e uma política agrária especialmente conservadora foi adotada. Curiosamente, o grupo defendia a contínua tentativa de adoção do padrão-ouro, tal qual fizera a administração anterior. Tentou continuar as emissões iniciadas nos anos anteriores, e emitiu uma série de títulos na França, para onde deslocou-se a partir de então maior praça de interesse russa.

O czar Alexander III morreu em 1894, dando lugar a Nicolas II, que continuou as reformas econômicas com o objetivo de promover a autocracia e acalmar elementos liberais do mercado. Assim tem início uma nova onda de reformas; novas políticas têm como objetivo desenvolver a indústria doméstica, promover o protecionismo, mas a inflação acirrava-se. Assim, completaram-se as operações de conversão iniciadas e conduziu-se uma série de operações para voltar ao padrão-ouro. Decretou-se que todo papel moeda em circulação deveria ter lastro em ouro. Para manter o sistema, empréstimos externos se tornaram a maior fonte financiadora das políticas econômicas. Sobre este assunto, afirmou Ananich (2006) que:

“The introduction of the gold standard, on the one hand, opened new opportunities to obtain credit on European markets, but on the other hand, it required that the government constantly ensure that the rouble was backed by gold. Henceforth, the empire’s loans were often needed not only for military expenditures, but to maintain the gold standard.”

Ananich (2006, pp. 413)

Efetivamente, houve nesta época a atração de investimento externo, o que era curiosamente acompanhado de aumento da taxas alfandegárias e do protecionismo – como se integração financeira fosse desejada, mas não a comercial. Especialmente no meio da década, o desenvolvimento industrial resultante de investimentos externos ajudou a consolidar a classe trabalhista, ensejando o crescimento das cidades e urbanização.

No início do século, houve uma série de turbulências. A Guerra russo-japonesa em 1904–5 e a Revolução de 1905, ao aumentar a desconfiança no regime, promoveram uma saída de ouro, tornando o país ainda mais dependente em novos empréstimos. Adicionalmente, a tensão franco-alemã em Marrocos fez a França pleitear o apoio russo, oferecendo em troca o lançamento de dois empréstimos em Paris em 1906 que garantiram a continuidade do padrão-ouro, mesmo frente às turbulências dos dois anos anteriores. A entrada na Entente no ano seguinte fortaleceram adicionalmente as promessas de cooperação entre ambos os países, em especial quanto ao sistema bancário.

Safras ruins de 1906 a 1909 prolongam a piora da condição econômica. A sorte finalmente melhora a partir de 1910 e, auferindo os benefícios de um

sistema bancário mais desenvolvido, criam um crescimento industrial forte e contínuo até a deflagração da guerra mundial de 1914.