

## 4

### Argentina

A partir deste capítulo, realiza-se a análise do comportamento da variância dos *spreads* quando da manutenção da conversibilidade. O primeiro modelo estimado é um GARCH com *dummy* padrão-ouro. Como previamente argumentado, na ausência de antecipação ou postergação do efeito, o interesse seria na significância deste coeficiente. Em seguida, estima-se o *Flexible Coefficient* GARCH, incorporando não-linearidade na equação da variância, modelo que mostrará a associação entre adesão ao regime e diminuição da volatilidade dos *spreads*.

Para este país, o coeficiente da *dummy* padrão-ouro mostrou-se significativo e com o sinal esperado na equação da variância do GARCH, indicando desde já que períodos de adesão ao padrão-ouro estão associados à diminuição da volatilidade dos *spreads*.

Tabela 4.1: GARCH com *dummy* padrão-ouro.

	<i>I</i>	<i>II</i>	<i>III</i>	<i>IV</i>
<i>C</i>	$1.47e - 03$ (1.512)	$2.66e - 03$ (0.930)	$-2.11e - 04$ (-0.046)	$9.41e - 03$ (1.282)
<i>PC</i> <sub>1</sub>	—	—	$1.10e - 04$ (0.485)	$-1.78e - 04$ (-0.665)
<i>ARCH - M</i>	—	$-0.05221$ (-0.396)	—	$-0.19571$ (-1.238)
<i>C</i>	$1.25e - 04$ (3.215)	$2.78e - 04$ (3.707)	$5.71e - 05$ (2.570)	$5.19e - 05$ (2.598)
<i>ARCH</i>	0.16238 (4.770)	0.26722 (4.543)	0.14187 (5.335)	0.13699 (5.533)
<i>GARCH</i>	0.74843 (15.700)	0.53011 (6.345)	0.81559 (29.583)	0.82643 (33.667)
<i>DPO</i>	$-8.48e - 05$ (-2.845)	$-1.87e - 04$ (-3.130)	$-3.64e - 05$ (-2.010)	$-3.48e - 05$ (-2.111)
<i>R</i> <sup>2</sup>	$-3.30e - 05$	$-5.44e - 04$	$8.32e - 04$	$4.07e - 03$
<i>n</i>	515	515	396	396
Início	1871:02	1871:02	1881:01	1881:01
Final	1913:12	1913:12	1913:12	1913:12

Tabela 4.2: GARCH com *dummy* padrão-ouro — Tabela Auxiliar.

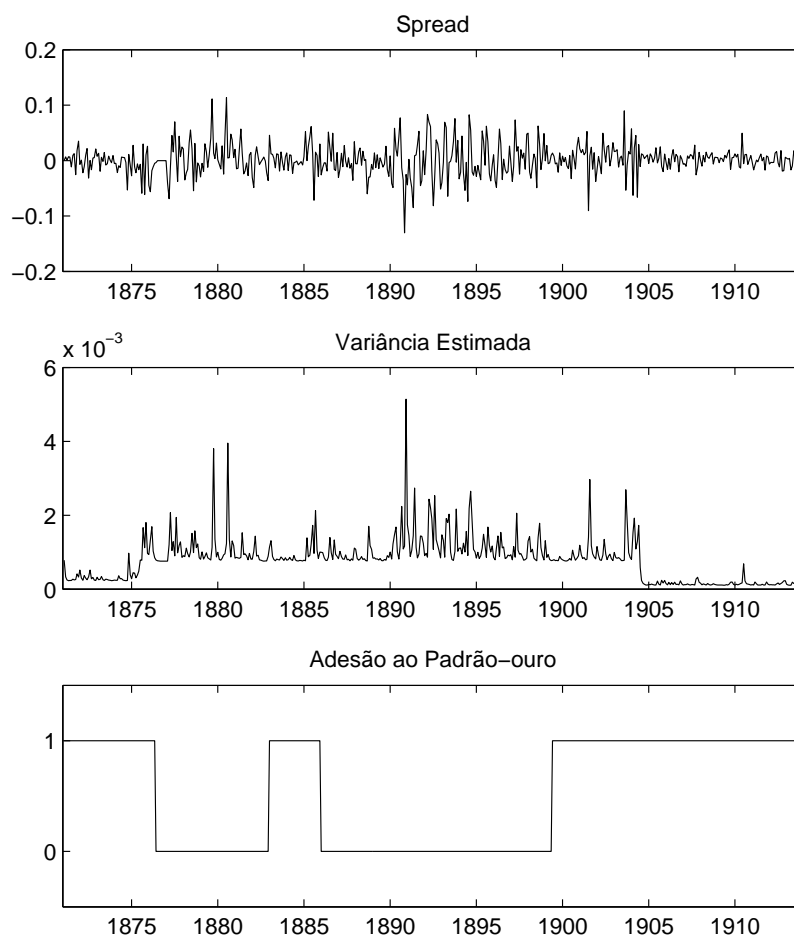
	<i>I</i>	<i>II</i>	<i>III</i>	<i>IV</i>
AIC	-4.539	-4.525	-4.568	-4.564
BIC	-4.498	-4.476	-4.506	-4.493
Estatística-F	—	—	0.06492 (93.94%)	0.26495 (83.77%)
Verossimilhança	1173.88	1171.29	910.18	910.64

O modelo de *Flexible Coefficient GARCH* encontrou três regimes. Os primeiros cinco anos da amostra – de 1870 a 1874 – são marcados pela prosperidade econômica e tranqüilidade durante o governo Sarmiento, e que correspondem ao primeiro regime de baixa volatilidade financeira. A ausência de reformas estruturais de controle monetário e regulação bancária levariam eventualmente à corrida especulativa contra o peso em 1876 e à saída forçada do padrão-ouro; consistentemente, o procedimento encontrou em julho do ano anterior uma quebra estrutural de aumento de volatilidade, capturando um efeito antecipado de cerca de seis meses. Este evento inaugura quase três décadas de volatilidade financeira elevada, período que pode ser dividido em três fases distintas: *(i)* quinze anos de experimentos econômicos, com reformas financeiras (frequentemente malogradas) ao menos em 1878, 1881, 1883 e 1887; *(ii)* da crise *Barings*, que incitou quase uma década de reformas da gestão presidencial Peña, ao acordo de *Arreglo Romero* e volta da conversibilidade em 1899; *(iii)* um período variável de ganho de reputação do novo regime que começara com baixíssimo nível de reservas e que poderia ter fracassado, a semelhança das duas experiências anteriores, não fosse o virtuosismo da economia mundial dos primeiros quatorze anos do século XX. O procedimento econométrico estimou a segunda quebra – voltando a um nível de baixa volatilidade financeira – em julho de 1904, período no qual o novo regime esteve sob justificada suspeição. O regime de baixa volatilidade perduraria até a eclosão da Primeira Guerra Mundial.

Tabela 4.3: Flexible Coefficient GARCH

	1 Regime	2 Regimes	3 Regimes
$C$	$1.44e - 05$ (1.622)	$2.99e - 04$ (0.391)	$1.84e - 04$ (1.176)
$GARCH$	0.8661 (7.486)	0.38953 (5.891)	0.18413 (4.762)
$ARCH$	0.1236 (3.457)	0.32899 (2.082)	0.24756 (3.821)
$\beta_1$	—	$-2.45e - 04$	$4.33e - 04$
$\gamma_1$	—	75	75
$c_1$	—	1904 : 07	1875 : 07
$\beta_2$	—	—	$-5.32e - 04$
$\gamma_2$	—	—	75
$c_2$	—	—	1904 : 07
AIC	-3273.52	-3299.28	<b>-3308.40</b>
$n$	515	515	515
Início	1871:02	1871:02	1871:02
Final	1913:12	1913:12	1913:12

Figura 4.1: Variância dos *spreads* e Padrão-ouro.



## Interpretação

Nas décadas posteriores à independência de 1820, a Argentina viveu uma “anarquia monetária”, acompanhado do recrudescimento esporádico da inflação. Bancos provinciais detinham o direito de imprimir moeda sem o controle do governo central e inexistia uma moeda nacional. Além das moedas provinciais, moedas de outros países eram usadas livremente como meio de troca. Ademais, governos provinciais não podiam recorrer a emissões de dívida, e com pouco poder de taxação, tinha justamente na emissão monetária o único recurso para equilibrar seus orçamentos. Fazendo pleno uso do instrumento da senhoriagem, o reaparecimento freqüente da inflação neste período era inevitável.

Durante as décadas de 1860 e 70, a consolidação da união política em nível nacional abriu espaço para reformas econômicas estruturais, que eventualmente criariam a expectativa de adesão ao padrão-ouro. Internacionalmente, diversos países haviam adotado o regime e por vias deste alcançado a estabilidade de preços e câmbio: exemplarmente, a Inglaterra havia promovido a estabilidade de preços com a adesão ao regime desde as primeiras décadas do século; o mesmo para os Estados Unidos, a exceção dos anos de suspensão decorrente da Guerra Civil de 1861 a 1878. Já em 1862, ao assumir o poder, o presidente Bartolomé Mitre promoveu uma reforma monetária, obrigando que pagamentos alfandegários fossem quitados apenas com a moeda do Banco de la Provincia de Buenos Aires. Esta reforma tinha a clara intenção de estabelecer uma única moeda em circulação no país, no que não foi bem sucedida: por muito tempo ainda conviveriam diversos meios de pagamento no país. A necessidade de uma reforma monetária mais profunda não foi, contudo, contemplada pelo presidente. Não havia, por exemplo, um limite para emissão ou estabelecimento de ativos a serem mantidos como garantia ao papel-moeda emitido.

Como se desconsiderasse a necessidade de tais medidas, em 1864 o Congresso aprovou a Lei de Conversibilidade, a ser posta em prática a partir de julho do ano seguinte. A despeito do não-cumprimento do prazo, houve um efeito sinalizador da direção da política econômica e a efetiva adoção de políticas com tal objetivo: o contracionismo monetário gerou iliquidez e aumento dos juros em 1865. Desta forma, embora o regime não tenha sido pontualmente adotado, a expectativa inflacionária que vigorava desde o início da década foi revertida.

O contracionismo do meio da década, ao gerar a apreciação cambial, transformou o setor exportador em um pólo de pressão política a favor da

adesão a um regime de conversibilidade. De fato, este ciclo político seria tão recorrente na Argentina como em outros países periféricos exportadores de produtos primários: a apreciação cambial decorrente de ortodoxia monetária ou virtuosismo econômico no exterior confronta diretamente os interesses da classe exportadora – que usam a influência e peso político para pender a balança a favor da adesão a um regime de conversibilidade. Por sua vez, a política monetária transforma passivamente superávits no balanço de pagamentos em aumento da base monetária, amplificando o estímulo externo e caracterizando o caráter pró-cíclico do regime.

Em 1867, duas novas leis monetárias foram aprovadas pelo Congresso. A primeira autorizava o Banco de la Provincia de Buenos Aires a emitir notas metálicas; a segunda estabelecia a *Oficina de Cambios*, responsável por garantir a troca automática de 25 pesos por *pesos fuertes* lastreados em ouro. O presidente Sarmiento (1868–1874) herdou a completude das reformas da gestão Mitre, e auferindo os seus benefícios, teve seu mandato caracterizado pela prosperidade e estabilidade econômica.

O período analisado neste trabalho inicia-se, portanto, durante a gestão deste presidente e anos de prosperidade econômica, parcialmente oriundas das reformas monetárias de 1867 e da boa forma da economia internacional (justificando a identificação de regime de baixa volatilidade até julho de 1875). A visão retrospectiva encontra, contudo, um forte potencial de colapso no regime, principalmente pela inexistência ainda de uma moeda nacional e pelo mau desenho das instituições fiscais, monetárias e de regulação bancária. Apesar da adesão ao padrão-ouro, e a efetiva atrelação da disponibilidade de metal à base monetária, restavam ao Banco de la Provincia dois instrumentos de política monetária, cujo manejo iria eventualmente levar o sistema de conversibilidade à ruína: a razão reservas-depósitos e a emissão de notas fracionariamente conversíveis. Condições internacionais adversas a partir de 1873 geraram queda paulatina da razão reservas-depósito: 20% de garantia dos depósitos em 1872 diminuiu para apenas 3% quatro anos depois. Com pouca surpresa, houve em 1876 um ataque especulativo clássico contra o peso, e uma saída forçada do padrão-ouro. O novo presidente Nicolás Avellaneda, diferentemente do seu antecessor, enfrentou um novo período de depressão econômica, depreciação cambial e fuga de capitais, assim como necessidade de ajustes fiscais e monetários. Antecipando a corrida contra o peso devido à queda paulatina da razão reservas-depósitos, o procedimento econométrico do *FCGARCH* identificou um aumento da volatilidade financeira seis meses antes do fechamento da janela de conversibilidade.

A partir de 1878, houve diversos trabalhos legislativos com vistas à

reforma fiscal, ultimamente gerando a aprovação da reforma financeira em 5 de novembro de 1881. Consistia na implantação de um sistema bimetalico no país, fixando o valor do peso em termos de ouro e prata e exigindo apenas seu curso forçado nacionalmente. Todavia, incertezas no processo de adoção da legislação acabaram por ainda acrescentar volatilidade ao sistema, e efetivamente picos de variância podem ser observados nesta data na Figura 4.1. Resistiam graves dúvidas sobre como passar de um sistema para outro e principalmente sobre a operacionalização da reconstituição do estoque de papel-moeda em circulação. A reforma monetária determinava adicionalmente que a emissão monetária fosse restrita a cinco bancos comerciais; conseqüentemente, o comportamento destes determinaria a credibilidade do novo sistema. Crucialmente, a nova lei não determinava um requerimento mínimo de capital para os bancos, que estavam sujeitos apenas aos seus estatutos e regras auto-impostas que eram variáveis por instituição. O equívoco foi consertado em julho de 1883, com requerimentos de reservas bancárias ainda muito fracos para padrões internacionais<sup>1</sup>. Este experimento de conversibilidade se encerra em dezembro de 1884, quando bancos não mais foram capazes de trocar pesos por ouro, fechando novamente a janela de conversibilidade, que durara apenas 17 meses. Em março do ano seguinte, o governo, reconhecendo a inoperância do regime, decreta mais uma vez o *curzo forzoso*. Novamente, picos de volatilidade acima da média são observados na Figura 4.1.

A inadequação e baixa credibilidade da conversibilidade de 1883–4 mostram que o estabelecimento do regime não é isoladamente suficiente para gerar a melhora das condições econômicas, assim como exemplifica que uma série de pré-condições são imperativas para o regime se consolide. A Argentina destes anos carecia de um pré-requisito fundamental, o marco institucional que garantisse a estabilidade dos órgãos emissores de moeda. Neste sentido, pode-se afirmar que a literatura sobre o padrão-ouro clássico é, de forma geral, omissa ao ignorar a possibilidade que adesão e manutenção do padrão-ouro devem ser o *resultado* de uma conjuntura econômica virtuosa, incluindo estabilidade institucional. Em particular, a literatura de *good housekeeping* considera apenas a relação de causalidade inversa.

A última metade da década de 1880 é então conhecida como um período do “grande endividamento”. Segundo Della Paolera e Taylor (2001), 11% de toda emissão na praça londrina era de títulos argentinos<sup>2</sup>. O déficit em conta-

<sup>1</sup>Como *de facto* o país anteriormente a esta lei operava em um sistema misto entre papel e ouro, a literatura convencionou a adotar esta lei como um marco de credibilidade que iniciou o período de adesão ao padrão-ouro.

<sup>2</sup>Como comparação, os Estados Unidos, com população vinte vezes maior, tomava 30% do total de empréstimos lançados.

corrente alcançava a forte marca de 20% do PIB, financiado pela conta de capital.

Em 1887, o país lançou-se a um novo experimento monetário com a Lei dos Bancos com Garantias Nacionais. Tentando se espelhar o *National Currency Act* americano de 1867, permitia que qualquer banco com um mínimo de capital emitisse notas com 100% de lastro em ouro. Com o objetivo de aproveitar oportunidade de arbitragem, bancos se endividaram em Londres com títulos de baixa maturidade e indexados ao ouro; e compravam o *National Gold Bond*, título com longa maturidade em moeda nacional e criado especialmente com a finalidade de prover lastro à emissão monetária autorizada pela lei de 1887. Estas operações descasadas em moeda e maturidade geraram o combustível da gravíssima crise financeira de 1890.

O comburento veio de um detalhe importante: os títulos e lastro em ouro eram obrigatoriamente depositados no Banco Nacional. Quando em 1889 a faísca foi gerada pela incapacidade do banco inglês *Barings* de flutuar £25 milhões em Londres, mostrando a relutância no mercado londrino em aceitar novas dívidas, a exposição do sistema bancário fez imperativa uma intervenção sobre o mercado de câmbio depreciante, para a qual usou-se justamente o ouro depositado no Banco Nacional. A “defesa” era inútil na medida que a sua própria tentativa minava ainda mais a desconfiança no sistema, ao usar as reservas que o garantiam. Em março de 1889, ficou patente a incapacidade de manutenção do sistema. Havia 6 milhões de pesos no Banco Nacional para 73 milhões de pesos supostamente garantidos. No primeiro quarto de 1890, houve a primeira corrida bancária contra o Banco Nacional e o Banco de la Provincia de Buenos Aires. Fortíssimos picos de volatilidade são observados na Figura 4.1.

Estes bancos consistentemente mantinham uma razão reservas-depósitos menor do que bancos comerciais, em torno de 5%, por dois motivos principais. A coexistência de objetivos de política monetária e fiscal nas mesmas instituições gerava políticas que se contradiziam. Como agente fiscal do estado, os bancos adiantavam recursos para governos em troca de títulos de baixa liquidez, minando as reservas monetárias. Em segundo lugar, a sua centralidade no sistema bancário gerava um problema clássico de *moral hazard*, tornando-os, aos olhos contemporâneos, “muito grandes para falir”.

A primeira onda de corrida bancária foi controlada por uma emissão monetária emergencial para fazer frente ao saque de depósitos. Seria apenas um alívio temporário. Iniciou-se imediatamente uma negociação conjunta com o *Bank of England*, o *Banque de France* e *Reichbank* para um empréstimo



emergencial, mas a insistência em uma contrapartida excessivamente restritiva<sup>3</sup> fez o governo rejeitar a proposta. Tomou-se a opção pelo resgate dos bancos, cuja expansão monetária incitou um processo de inflação aberta, e de *default* da dívida externa.

Do ponto de vista interno, a escolha iniciou uma grave crise política devido à oposição do Congresso. Neste mesmo ano, o presidente Miguel Juárez Celman renunciou, dando lugar ao seu vice-presidente Pellegrini, que terminou o mandato. Do ponto de vista externo, o *default* argentino levou o banco inglês *Barings Brothers*, fortemente exposto aos títulos do país, à falência.

No final de 1890, com as contínuas ações de prestador de última instância, a saúde bancária teve uma leve e temporária melhora. Em janeiro de 1891, todavia, é finalmente acertado com o Banco da Inglaterra um empréstimo emergencial, com o condicionante de controle monetário e de congelamento de empréstimos aos bancos. A consequência foi uma nova onda devastadora de corrida bancária com fechamento definitivo dos bancos em abril e alastramento do pânico financeiro. As quebras bancárias associadas à diminuição severa do multiplicador financeiro (devido ao aumento das razões papel moeda-depósitos e reservas-depósitos) trouxeram uma forte contração da base monetária e uma fortíssima queda da oferta monetária, impondo um forte freio à economia real e ao setor produtivo.

Do ponto de vista fiscal, a primeira administração concentrou-se ainda em 1891 em aumentar as taxas sobre importações, terminar a descentralização monetária para pôr fim ao descontrole e estabelecer a *Caja de Conversión*, cuja funcionalidade foi limitada pela inexistência de recursos. Em outubro do mesmo ano, criam o novo Banco de la Nación Argentina das cinzas dos dois bancos falidos. O conjunto do plano infelizmente falha devido à incredulidade dos investidores de absorver lançamento do novo banco.

De certa forma, foi necessária a grave crise para que se iniciasse um conjunto de reformas fiscais, monetárias e bancárias que o país carecia desde as primeiras décadas da República. A crise ensejou uma nova estrutura, iniciada primeiramente pela administração Pellegrini e decisivamente promovida pelas reformas do novo presidente Luis Sáenz Peña (1892–98) e seu ministro de Finanças, Juan José Romero. Ambos eram grandes defensores da conversibilidade e do padrão-ouro, e de imediato a notícia de sua eleição gerou um efeito positivo de crença de guinada de política na direção correta.

O ministro Romero desgostava dos termos do *Funding Loan* de 1891. Acreditava que a Argentina deveria repagar a dívida baseado em sua capaci-

<sup>3</sup>Como a impossibilidade de novos empréstimos por dez anos, a parada de emissão monetária – o que impossibilitaria doravante o salvamento dos bancos sob *stress* –, e severo controle fiscal.

dade fiscal e não em novos empréstimos a taxa de juros maiores. Das novas negociações por ele iniciada, resultou um acordo mais generoso e conhecido como *Arreglo Romero*. Pelos seus termos, o pagamento da dívida seria reescalonado, com primeiros pagamentos do serviço a começarem em 1893, integralmente cinco anos depois, e apenas em 1901 a amortização do principal seria retomada. Esperava desta forma evitar esquemas explosivos de refinanciamento da dívida, uma ameaça real dada a magnitude do endividamento nas décadas anteriores e a punitiva taxa de juros do *Funding Loan*.

Do ponto de vista monetário, acreditava ser melhor voltar à conversibilidade, mesmo com quebra da paridade vigente no período anterior à crise. Se opõe à retirada automática de moeda de circulação, como exigia o acordo com o Banco da Inglaterra. Como alternativa, promoveu uma lenta e constante queda na base monetária entre 1893 e 1899, que se faria sentir mais fortemente na oferta de moeda devido à queda do multiplicador monetário devido à recomposição de reservas dos bancos comerciais. Cumprindo uma política monetária estável, gerou as primeiras condições para volta à conversibilidade.

Certamente as reformas de 1891 a 1899 geraram a possibilidade para reestabelecimento da conversibilidade, mas era longe de certo que a adoção efetiva em 1899 seria algo diferente das experiências fracassadas anteriores. Apesar da Lei de Conversão passada em 31 de novembro de 1899 obrigar eventual 100% de lastro em ouro e independência do escritório de conversão ao Poder Executivo, como uma explícita tentativa de estabelecer credibilidade ao sistema, o nível de reservas inicial era virtualmente zero, não havia superávit fiscal para garantir a base monetária e não havia empréstimos externos com este propósito. De fato, a adesão foi uma manobra de esperança e fé.

Todavia, desta vez o regime se mostrou durável. Em todos os anos, o aumento da base monetária foi inteiramente garantida pelo aumento da disponibilidade de ouro. A disponibilidade de ouro aconteceu porque o mundo adentrou a *Belle Époque*, se beneficiando de condições externas extremamente favoráveis. Da virada do século à Primeira Guerra Mundial, a economia internacional caracterizar-se-ia pela liquidez, repercutindo sobre diversos países na capacidade de adesão e manutenção de um regime de conversibilidade. Della Paolera e Taylor (2001) argumentam de durante os primeiros anos do século a credibilidade do novo sistema seria testada e, cresceria a medida que o nível de reservas em ouro do escritório de conversão se acumulava. Este ganho de credibilidade tardio corresponde à volta para baixa volatilidade em julho de 1904, que perduraria até o final do período analisado.

Esta época de ouro da economia argentina e mundial se encerraria logo antes da Primeira Guerra Mundial, com o contracionismo inglês já em meados

de 1913. Em agosto de 1914, a Argentina volta a sofrer crises bancárias inesperadas, mesmo com o alto nível de reservas bancárias mantidos após a crise *Barings*.