

## 7

### Estados Unidos

Assim como no caso francês, a entrada dos Estados Unidos (em 1879) no padrão-ouro foi anterior ao início da base de dados dos controles (em 1880). A inclusão de controles levaria à limitação da amostra a um período onde não houve variação na *dummy* padrão-ouro.

Tabela 7.1: GARCH com *dummy* padrão-ouro.

	<i>I</i>	<i>II</i>	<i>III</i>	<i>IV</i>
<i>C</i>	$1.31e - 04$ (0.305)	$7.09e - 03$ (0.428)	—	—
<i>ARCH - M</i>	—	0.189 (-0.304)	—	—
<i>C</i>	$5.19e - 07$ (0.9062)	$6.82e - 06$ (1.193)	—	—
<i>ARCH</i>	-0.23075 (-1.7643)	-0.342 (-1.866)	—	—
<i>GARCH</i>	1.00624 (10.860)	0.872 (9.727)	—	—
<i>DPO</i>	$1.53e - 06$ (5.7259)	$1.70e - 06$ (5.308)	—	—
$R^2$	$-2.00e - 05$	$-1.52e - 05$	—	—
<i>n</i>	515	515		
Início	1870:02	1870:02	—	—
Final	1913:12	1913:12	—	—

Tabela 7.2: GARCH com *dummy* padrão-ouro — Tabela Auxiliar.

	<i>I</i>	<i>II</i>	<i>III</i>	<i>IV</i>
AIC	-6.3075	-6.2997	—	—
BIC	-6.2663	-5.2412	—	—
Estatística-F	—	—	—	—
Verossimilhança	1629.18	1630.22	—	—

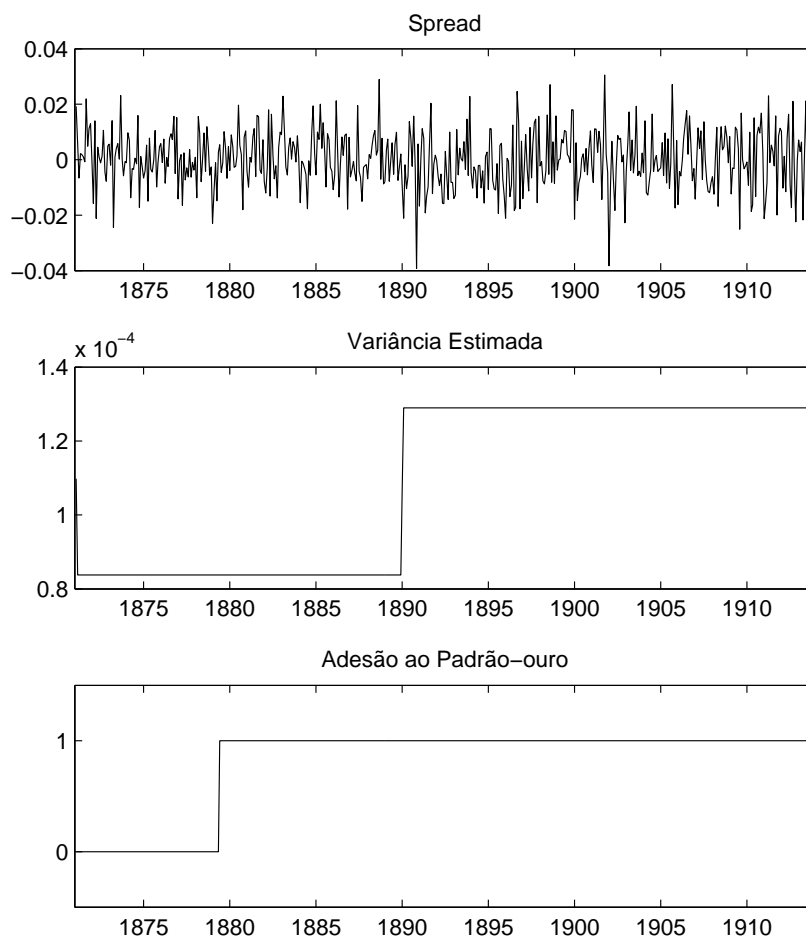
O modelo de *Flexible Coefficient GARCH* estimou dois regimes e identificou um aumento de volatilidade em fevereiro de 1890. O baixo valor estimado dos termos *ARCH* e *GARCH* fazem com que a variância estimada fique quase constante intra-regime. A Figura 7.1 mostra que o aumento da variância aconteceu enquanto o país adotava estava no regime de conversibilidade de ouro.

Pode-se associar este aumento de variância às turbulências pelas quais o sistema financeiro americano passou na década de 1890: forças políticas pela adoção da prata ganharam força e colocaram seriamente em dúvida a capacidade de manutenção do padrão-ouro. Houvesse um índice de credibilidade de sustentação do regime, estaria definitivamente em um mínimo histórico; sem contudo haver efetivamente a quebra da paridade.

Tabela 7.3: Flexible Coefficient GARCH

	1 Regime	2 Regimes	3 Regimes
$C$	$1.80e - 05$ (0.609)	$8.38e - 05$ (1.272)	$8.56e - 05$ (1.199)
$GARCH$	0.8351 (8.015)	$2.22e - 16$ (0.002)	$2.22e - 16$ (0.003)
$ARCH$	$2.22e - 16$ (0.000)	$2.22e - 16$ (0.000)	$2.22e - 16$ (0.002)
$\beta_1$	—	$4.52e - 05$	$1.09e - 03$
$\gamma_1$	—	75	75
$c_1$	—	1890 : 02	1890 : 11
$\beta_2$	—	—	$-1.06e - 03$
$\gamma_2$	—	—	75
$c_2$	—	—	1890 : 12
AIC	-4175.21	<b>-4180.70</b>	-4180.37
$n$	515	515	515
Início	1871:02	1871:02	1871:02
Final	1913:12	1913:12	1913:12

Figura 7.1: Variância dos *spreads* e Padrão-ouro.



## Interpretação

Segundo Friedman e Schwartz (1963), o período da história americana compreendido entre o final da Guerra Civil em 1865 e o início da Primeira Guerra Mundial em meados de 1914 pode ser dividido em três grandes blocos: (i) o período *greenback* de restauração e deflação com vistas ao retorno à conversibilidade em 1879; (ii) o período da “política da prata”, entre 1879 a 1897; (iii) finalmente, o período de inflação e reformas bancárias.

Houve durante a Guerra Civil americana (1861–1865) a primeira onda de reorganização do sistema bancário do país. Conviviam à época uma multiplicidade de moeda estaduais, o que era amplamente percebido como fonte de alto custo de transação interestadual. Ademais, bancos do oeste haviam emitido grande quantidade de notas garantidas por *bonds* dos estados do sul, incitando suas quebras e falências; estados do norte recorriam à emissão de *greenbacks* para custear o gasto de guerra. Na tentativa de evitar uma moeda completamente fiduciária – até então, o país operava em um sistema misto de papel e ouro<sup>1</sup> – foi proposto o *National Currency Act* de 1863, corrigido e ampliado pelo *National Banking Act* no ano seguinte. A legislação almejava o fortalecimento do sistema através da criação de um sistema bancário nacional com moeda única, no qual não foi bem sucedido.

Com o fim da Guerra Civil, deu-se início à operação de resgate dos *greenbacks* com superávits fiscais. A proposta não teria longa vida: alegando “tempos difíceis” o Congresso ordenou o fim da retirada de *greenbacks* em 1868, optando por adotar uma estratégia segundo Rockoff (2000) de “*grow up to the currency*”. O estoque de meios de pagamento seria mantido constante, e a expansão do produto incitaria a queda dos preços necessária para volta à conversibilidade sem quebra de paridade<sup>2</sup>. A visão é corroborada por Friedman e Schwartz (1963), que argumentam o leve aumento da oferta de moeda se converteu em queda nos preços devido ao crescimento econômico oriundo de uma explosão demográfica, entrada de fortes investimentos externos para expansão da rede ferroviária e aumento da área de cultivo.

Finalmente, é aprovado em 1875 o *Resumption Act*, definindo o primeiro dia do ano de 1879 como a data de implantação da conversibilidade; consistentemente, outorgou-se ao Secretário a autorização para manter e criar a reserva monetária com tal finalidade.

<sup>1</sup>O ouro permanecia como meio legal para saldar dívidas alfandegárias, juros de título de dívida soberana e era o meio de pagamento internacional

<sup>2</sup>Os anos de guerra e de suspensão da conversibilidade incitaram forte aumento do nível de preços.

Com a restauração da conversibilidade, tem início o período que Friedman e Schwartz (1963) denominam como “política da prata”, e que Rockoff (2000) assertivamente descreve como “*battle of the standards*”. Havia a forte mobilização de forças políticas a favor da adoção de um regime bimetálico, que encontravam motivação na persistente deflação que acometia o país nos quinze anos seguintes à conversibilidade-ouro. Este comportamento dos preços era certamente determinado por uma tendência internacional secular de deflação, resultado da estabilidade da oferta de ouro *versus* aumento da demanda pelo metal, a medida que cresciam o número de países aderentes ao regime de padrão-ouro.

O movimento pela livre cunhagem da prata ganha *momentum* por volta de 1890, quando se iniciam os apelos de devedores insatisfeitos pelo termos de contratos determinados em valores nominais, em particular o setor de agricultura. A agitação política se intensifica quando o principal defensor da bandeira da prata foi escolhido como o candidato democrata para as eleições de 1896. Republicanos opositores argumentavam que a expectativa de descoberta de novas reservas de prata traria forte inflação aos Estados Unidos e, diferenciando-o da grande quantidade de países que adotavam o padrão-ouro, o isolaria do mercado de capitais internacional. Eventualmente, a derrota do democrata pelo rival americano concomitante à expansão das reservas de ouro devido à descoberta de jazidas na África do Sul e Austrália, fizeram o preço do ouro cair e assim o apoio pela prata foi minado. Sobre este momento político, afirmaram Friedman e Schwartz (1963) que

“(…), agitation over silver reached its peak, and the political forces in favor of free silver came closest to victory. The effect was to create a lack of confidence both at home and abroad in the maintenance of the gold standard and to lead to something of a “flight” from the dollar – or rather a series of flights and returns as views altered.” Friedman e Schwartz (1963, pp. 104).

A batalha pela prata geraria, em última instância, uma grave crise financeira em 1893. Houvera a aprovação pelo Senado em 1878 do *Bland-Allison Act*, que determinava a compra pelo Tesouro de quantias regulares de prata; tal medida foi amplificada pelo *Sherman Act* em 1890, dobrando a meta de aquisições de 1878. O maior efeito de ambas foi criar o medo que forças políticas a favor da prata estivessem crescendo. A reação natural de suspeição pelos investidores internacionais fez as reservas de ouro caírem, e em abril de 1893 espalhou-se o temor que o Tesouro não seguraria a crise. Quebras inesperadas de bancos e o colapso da bolsa em maio levaram a corridas bancárias e queda de reservas, e eventualmente à suspensão dos pagamentos

em espécie. Finalmente, o Presidente Cleveland conseguiu em outubro abolir o *Sherman Act* – mas o estrago em termos de produto real já estava feito. A crise jogaria os Estados Unidos em uma contração até o final de 1897.

“It seems reasonable to attribute the outflow of gold and the associated continued British sales of American securities to growing distrust of the maintenance of the gold standard.” Friedman e Schwartz (1963, pp. 106–7)

A terceira divisão temporal da história americana (1897–1914) pode ser compreendida de forma geral como um período de prosperidade econômica americana e mundial. Houve um ano de uma crise econômica em 1907, cuja severidade foi certamente limitada em comparação com a crise de 1893, mas que geraria uma onda de reformas do sistema bancário responsáveis pela criação do *Federal Reserve*. Durante a crise, notou-se que as *clearing houses* – praças de liquidação de transações interbancárias – assumiram informalmente a função de prestador de última instância, ao emitir notas em quantidade suficiente para resgatar um banco sob *stress*. Uma pequena quantidade destas emissões chegaram ao público, que as aceitaram como meio de pagamento.

O pacote de *Audrich-Vreeland Act* de 1908 pretendia formalizar este sistema, ao reconhecer que grupos de bancos poderiam agir concertadamente durante emergências com o poder de, nestas circunstâncias especiais, emitir moeda inconvertíveis a serem resgatadas tão logo a crise estivesse finalizada. Também cria uma comissão, denominada *National Monetary Commission*, que recomendou a criação de um órgão governamental que concentraria as funções de prestador de última instância e poder de supervisionamento do sistema como um todo. A existência do *Federal Reserve* criaria até a eclosão da Primeira Guerra Mundial um clima financeiro de otimismo, para o qual contribuía a crença na solidez do sistema bancário e monetário do país.