

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

TRANSPARÊNCIA NA ECONOMIA DOS ANOS 90

Alan Gurfinkel Haratz
Matrícula: 9520481-7

Orientador: Ilan Goldfajn

Junho de 2000

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

TRANSPARÊNCIA NA ECONOMIA DOS ANOS 90

Alan Gurfinkel Haratz
Matrícula: 9520481-7

Orientador: Ilan Goldfajn

Junho de 2000

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

O presente trabalho é dedicado aos meus pais e irmão.

ÍNDICE:

Introdução	6
I. Globalização	9
I.1 – Introdução	9
I.2 – O que é a Globalização?	10
I.3 – O Movimento de Capitais nos Países em Desenvolvimento	11
I.4 – As Crises de Contágio São Conseqüências Inevitáveis da Globalização?	12
II. A Mobilidade Internacional de Capitais	15
II.1 – O Mercado de Capitais Internacional	15
II.2 – Os Ganhos dos Mercados Financeiros Globais	16
II.3 – Diversificação de Portfólio	17
II.4 – O Sistema Bancário Internacional	18
III. Gerenciamento do Risco	23
III.1 – Introdução	23
III.2 – Transparência Financeira	24
III.3 – Estrutura de Incentivos	25
III.4 – Reduzindo Moral Hazard	26
III.5 – Compreendendo Risco Sistemático	27
III.6 – Próximos Desafios	29
III.7 – Obtendo Avanços	31
IV. Special Data Dissemination Standard	33
IV.1 – Introdução	33
IV.2 – O Sistema	34
V. Conclusão	48
Bibliografia	50
Anexo I	52

INTRODUÇÃO:

Nos anos 90, o mundo passou a assistir a um novo conceito de economia, a Economia Globalizada. Informações são trocadas com uma velocidade nunca antes vista, criando uma integração tal entre os países que a velocidade das transações financeiras internacionais, incrementada pelas inovações nesta área, acontecem em um piscar de olhos fazendo-nos parecer que a distância entre os quatro cantos do mundo é inexistente.

Uma série de mudanças e adventos contribuíram para a formação desta “nova” característica da economia mundial, entre elas pode-se citar: a revolução no mercado financeiro internacional; a Internet, o símbolo do fenômeno da Globalização; a popularização dos meios de comunicação (ex.: telefone celular) tornando as pessoas receptivas a novas informações a qualquer hora do dia ou da noite, além de uma série de outras mudanças.

Se este fenômeno vai ser benéfico ou não, somente o tempo nos dirá. O que se pode antecipar é que a extrema mobilidade de capitais e ataques especulativos viabilizados pela própria velocidade com que as informações se propagam nos trouxeram um novo caráter de crises, as de contágio.

Tais crises tiveram conseqüências, algumas vezes devastadoras, para a economia mundial, em especial, para a dos países emergentes (vide casos México, Ásia, Rússia e Brasil), por serem mais instáveis e por isso, mais vulneráveis às especulações e cuidados dos investidores ávidos por prêmios de risco.

Alguns modelos explicativos de contágio de crises financeiras foram desenvolvidos, mas em especial dois se enquadram perfeitamente ao que este trabalho se propõe a esclarecer:

- *Heightened Awareness* \Rightarrow os investidores não têm informações precisas sobre os mercados e como forma de reduzir o risco em suas operações diversificam o seu portfólio. Assim, quando algum dos países pertencentes ao portfólio de ativos apresenta alguma deficiência macroeconômica, o investidor procura investigar os demais e, suspeitando de alguma semelhança nas características, mesmo que equivocadamente, retiram seu capital investido instantaneamente
- *Herd Behavior* \Rightarrow de acordo com este modelo, o que ocorre é uma corrida para retirada de investimentos pelo simples fato dos investidores suporem que todos estão fugindo daquele mercado. Conhecido como comportamento de manada.

Como pode ser observado acima, ambos os modelos tratam de problemas clássicos de Seleção Adversa, onde o país emergente bom para investimento é expulso (contaminado) pelo ruim, e de *Moral Hazard*, onde a falta de conhecimento do investidor com relação aquele país faz com que o primeiro fique incerto quanto à situação macroeconômica do último.

Isto posto, pode-se concluir que a simples disponibilização de informações econômico-financeiras mais transparentes e padronizadas amenizariam em muito o efeito contágio em crises especulativas. Primeiro porque o investidor estaria plenamente ciente da situação econômica dos países antes de estruturar seu portfólio de investimentos (eliminando o problema de *Moral Hazard*) e segundo, em meio a um ataque especulativo o investidor teria um grau de certeza maior em relação à duração da “tempestade” (eliminando o problema de Seleção Adversa).

O presente trabalho consiste em quatro capítulos. O primeiro trata do fenômeno da Globalização, explicando-o e evidenciando suas possíveis conseqüências. O segundo

capítulo expõe o Movimento de Capitais na “Nova Economia”, argumentando sobre inovações e características. O terceiro trará a questão do risco originado de ambos os fenômenos acima citados. A solução para a problemática da falta de transparência dos países, o *Special Dissemination Data Standard* (SDDS) desenvolvido pelo FMI, é exposta na quarta parte. E o quinto capítulo trará a conclusão do trabalho.

I. GLOBALIZAÇÃO:

I.1 – Introdução:

O termo “Globalização” adquiriu considerável força emocional nos últimos anos. Alguns à vêem como um processo benéfico, uma chave para o desenvolvimento econômico mundial e também como inevitável e irreversível. Outros a encaram com hostilidade e até medo, acreditando que o fenômeno aumenta a desigualdade entre as nações, ameaça o emprego, o padrão de vida e o progresso social.

Na verdade, a Globalização oferece uma enorme gama de oportunidades para o desenvolvimento mundial, apesar de ainda não estar progredindo desta forma. Isto ocorre porque alguns países estão se integrando na economia global mais rápido que outros, vivenciando assim um crescimento mais rápido e redução da pobreza. Como exemplo podemos citar o Leste Asiático, que com uma política orientada para fora de suas fronteiras, obteve dinamismo e prosperidade, transformando esta região, que era uma das mais pobres do mundo, em uma extremamente próspera e produtiva. E conforme os padrões de vida iam aumentando, tornou-se possível obter progresso na democracia e elementos econômicos como meio ambiente e condições de trabalho.

Por outro lado, em 1970/80 muitos países na América Latina e África exercendo uma política focada para dentro de suas fronteiras vivenciaram estagnação ou até mesmo, recessão, aumentando pobreza e inflação. Em muitos casos, especialmente no africano, desenvolvimentos externos adversos tornaram o problema ainda pior. Conforme estas regiões foram mudando suas políticas, suas rendas começaram a aumentar.

As crises nos países emergentes nos anos 90 tornaram evidente que as oportunidades da Globalização não viriam sem riscos, estes provenientes da volatilidade do movimento de capitais e da degradação econômico-social/ambiental gerada pela pobreza. Esta não seria uma razão para reverter a direção do processo (se é que isto ainda é possível), mas sim para que todos (países em desenvolvimento, desenvolvidos e investidores) se envolvam em mudanças políticas de forma a montar economias e mercados financeiros mais fortes, promovendo assim, crescimento mais rápido e assegurar a redução da pobreza.

I.2 – O que é a Globalização?

Globalização econômica é um processo histórico, resultado da inovação e do progresso tecnológico. O termo se refere a uma crescente integração das economias ao redor do mundo, particularmente através de fluxos financeiros e comércio. Também se refere a movimentos de força de trabalho e conhecimento/tecnologia através das fronteiras.

Basicamente, não há mistério em relação à Globalização. O termo entrou em uso comum desde 80, refletindo avanços tecnológicos que tornaram mais fácil e mais rápido executar as transações internacionais. Ele se refere a uma extensão, que vai além das fronteiras nacionais, das mesmas forças de mercado que exerceram influência em todos os níveis da atividade econômica humana durante séculos.

O mercado promove eficiência através da competição e divisão do trabalho – a especialização que permite pessoas e economias concentrarem seus esforços no que eles fazem de melhor. Mercados globais oferecem maiores oportunidades para as pessoas se infiltrarem em mais e maiores mercados ao redor do mundo. Isto quer dizer que pode-se ter

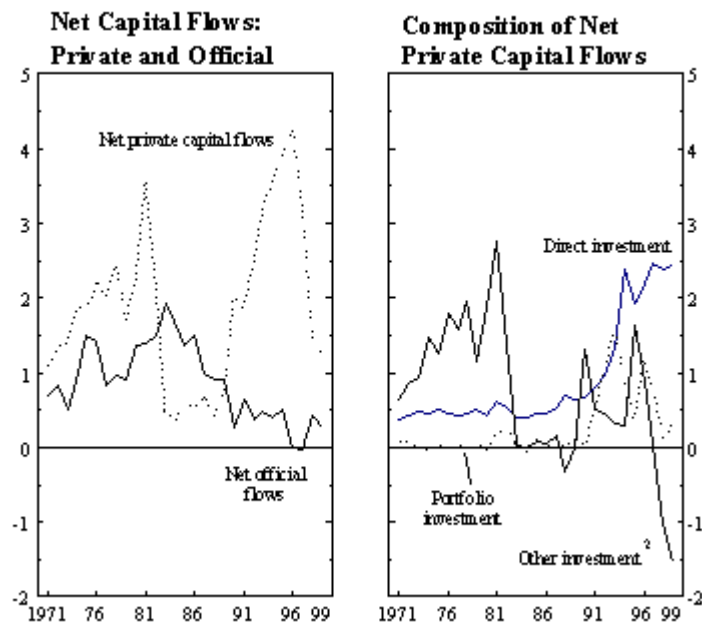
acesso a mais fluxos de capitais, tecnologia, importações mais baratas e maiores mercados exportadores. Mas os mercados não necessariamente asseguram que o benefícios advindos da eficiência serão divididos por todos. Os países precisam estar preparados para adotar as políticas necessárias para enfrentarem este novo conceito de economia e no caso dos países mais pobres, torna-se até necessário o apoio de uma entidade internacional.

I.3 – O Movimento de Capitais nos Países em Desenvolvimento:

Globalização significa que o comércio mundial e os mercados financeiros estão cada vez mais integrados. Mas o quanto que os países em desenvolvimento estariam envolvidos com esta integração?

O gráfico abaixo mostra o que muitas pessoas associam com a Globalização, aumento acentuado no fluxo de capitais para os países em desenvolvimento durante grande parte dos anos 90. No gráfico¹ pode-se observar que o aumento do fluxo de capitais (*net private capital flows*) foi precedido por uma “seca” desses fluxos no período de 80, sendo o fluxo oficial líquido (*net oficial flows*) de financiamento para desenvolvimento caiu significativamente no início de 80. A composição dos fluxos se oscilou dramaticamente, o investimento estrangeiro direto (*direct investment*) tornou-se a mais importante categoria, ambos, investimento de portfólio (*portfolio investment*) e créditos bancários (inclusive em *other investments*), tornaram-se extremamente voláteis, caindo acentuadamente no final dos anos 90 (época em que se sucederam as chamadas crises de contágio).

¹ Fonte: FMI



Cumprir lembrar que o investimento estrangeiro direto além de trazer uma expansão do estoque de capital físico, também traz consigo inovação tecnológica, tal como, conhecimento sobre métodos de produção, técnicas gerenciais, mercados exportadores e políticas econômicas a um baixo custo, representando assim um recurso altamente valioso para os países em desenvolvimento.

I.4 – As Crises de Contágio São Conseqüências Inevitáveis da Globalização?

A sucessão de crises nos anos 90 – México, Tailândia, Indonésia, Korea, Rússia e Brasil – levaram a crer que estas seriam um resultado direto e inevitável da Globalização. O que de fato foi tanto para países desenvolvidos como para os em desenvolvimento.

Algumas vezes, investidores (particularmente especuladores) tornam-se extremamente otimistas quanto a situação do país, que pela falta de transparência, esconde uma outra realidade econômica. Assim, o país fica exposto ao risco do investidor retirar subitamente seu capital quando este se dá conta da real situação econômica do país, dada a extrema mobilidade de capitais.

A um nível nacional, vários países tiveram registros de performance econômica impressionantes, porém estes não estavam preparados para lidar com choques que poderiam vir do mercado internacional de capitais. Estabilidade macroeconômica, saúde financeira, economias abertas, transparência e um bom governo são elementos essenciais para os países participarem dos mercados globais.

No nível internacional, alguns importantes elementos de defesa contra crises não foram considerados. Os investidores não avaliaram os níveis de risco adequadamente. Reguladores e supervisores nos maiores centros financeiros não monitoraram o desenvolvimento de seus investimentos de perto o suficiente. E, por último, informações sobre alguns investidores internacionais importantes e instituições financeiras *offshore* relevantes não estavam suficientemente disponíveis. O resultado foi que os mercados estavam alinhados para o *herd behavior* (comportamento de manada), onde mudanças súbitas na avaliação dos investidores viabilizadas pela alta mobilidade de capitais, levaram à uma mudança repentina dos fluxos.

Será que o aumento da integração, particularmente no mercado financeiro mundial, torna mais difícil para os Governos controlarem a atividade econômica (por exemplo limitando as opções para escolha de taxas e sistemas de impostos) ou a eficácia de políticas monetárias/cambiais? Se assumimos que os países procuram alcançar crescimento

sustentável, inflação baixa e progresso social, então a evidência dos 50 anos passados, é que a Globalização contribui para estes objetivos no longo prazo.

No curto prazo, conforme foi observado nos cinco anos passados, fluxos de capitais de curto prazo extremamente voláteis podem ameaçar a estabilidade macroeconômica. Assim, num mundo de mercados financeiros integrados, os países vão enfrentar riscos crescentes em seguir políticas econômicas que não tragam estabilidade financeira. Essa vertente se estende também ao setor privado, que enfrentará dificuldades muito maiores em implementar aumento de salários e *markups* de preços, tornando o país, assim, pouco competitivo.

Esforços para aumentar a estabilidade dos fluxos de capitais internacionais são a espinha dorsal do trabalho em realização por parte do Fundo Monetário Internacional (FMI) de fortalecer a arquitetura financeira internacional (termo muito utilizado pela Instituição: *strengthening the international financial architecture*). A intenção do FMI ao contrário do que muitos pensam não é suprimir ou restringir as regras de atividades econômicas mas sim tirar proveito deste fenômeno tão recente de forma a evitar essas repentinas crises, desenvolvendo padrões baseados em princípios internacionalmente aceitos e torná-los disponíveis para qualquer investidor. O que pode ser implementado em diferentes cenários de forma a fortalecer da arquitetura financeira internacional .

II. A MOBILIDADE INTERNACIONAL DE CAPITAIS:

II.1 – O Mercado de Capitais Internacional

Além da Globalização, o mercado internacional se depara com outro fenômeno de complexidade e grau de risco similar, o aumento da mobilidade internacional de capitais. Hoje, ativos financeiros são movimentados ao redor do mundo numa velocidade espantosa. Basta um simples telefonema ou mesmo um “*click*” em uma *homepage*.

A revolução nas finanças internacionais teve seu início a partir de 1960. Tornou-se possível um depósito em yen num banco americano no Brasil sendo que esse mesmo banco poderia emprestar marco alemão a um brasileiro. Esse mercado onde residentes de outros países negociam ativos é o mercado de capitais internacional.

Este mercado, na verdade, não é um mercado único, fazem parte dele diversos mercados fortemente interconectados, como bancos comerciais, corporações internacionais, instituições financeiras não bancárias, bancos centrais e outras agências do governo. São negociados nesse mercado, a nível internacional, ações, títulos além dos depósitos bancários em moedas estrangeiras.

Como no mercado de câmbio, as trocas nesse mercado de capitais internacionais ocorrem por uma rede de centros financeiros mundiais conectados por sistemas de comunicação cada vez mais sofisticados. E dada a velocidade dos avanços tecnológicos em comunicação, a tendência é que as trocas tornem-se cada vez mais ágeis.

II.2 – Os Ganhos dos Mercados Financeiros Globais

Os grandes ganhos das instituições nessas operações internacionais consistem na redução dos custos de transações, sendo que os bancos internacionais aumentam seus ganhos através do comércio internacional.

Existem três categorias de comércio entre países:

- Bens ou serviços por bens ou serviços: compras à vista e pagamento de bens ou serviços por serviços ou bens, conhecido como comércio internacional.
- Troca de produtos e serviços por produtos e serviços futuros/ativos: conhecido como comércio intertemporal, ele ocorre quando, por exemplo, um país em desenvolvimento recebe um empréstimo internacional, vendendo um título, de modo a financiar seus projetos de investimentos, ou seja, ele troca consumo presente por ganhos futuros. O país devedor ganha pois pode executar projetos que não seriam possíveis apenas com sua poupança doméstica, já o país credor ganha pois recebe um ativo que lhe permitirá um rendimento mais elevado que o disponível em suas fronteiras (apesar do maior grau de risco).
- Ativos por ativos. Num balanço de pagamentos de um país se ele tem um déficit em conta corrente de 150 US mi. ele poderia financiar esse déficit com uma emissão de ativos nesse valor de 150 US mi. (isto é, entraria capital no montante do déficit), no entanto nos últimos anos percebeu-se que havia uma entrada líquida de capital muito maior que o montante do déficit (por exemplo 350 US mi) e isso só poderia estar

acontecendo pois estava havendo uma troca de ativos por ativos. Dessa forma os países estão comprando os títulos dos outros apenas porque os retornos são atrativos.

II.3 – Diversificação de Portfólio

Ao selecionar ativos para seus investimentos, um fator muito considerado na hora da decisão é o risco de rendimento de cada ativo. *Ceteris paribus*, as pessoas não gostam do risco, ou seja, são avessas ao risco.

O comércio internacional pode justamente minimizar este problema, uma vez que permite a diversificação da carteira de investimento, diminuindo assim, o risco do rendimento sobre a riqueza dos investidores. Fazem parte desse grupo de ativos comercializados internacionalmente: títulos e depósitos denominados em moedas diferentes, lotes de ações, opções de ações, moedas e imóveis estrangeiros (incluindo fábricas e empresas).

Desta forma, torna-se possível para um investidor internacional deter títulos da dívida brasileira, aplicar parte de seu capital em um fundo de investimentos russo e deter ações de empresas pertencentes a algum dos Tigres Asiáticos. Sendo assim, o investidor estaria protegido de uma possível crise financeira que pudesse surgir em algum desses países, no qual investiu seu capital.

Outro ponto a ser colocado é que a diversificação de portfólio é também uma consequência da falta de transparência de informações disponíveis acerca dos países para investimento. Assim, o investidor vê na diversificação de sua carteira, uma forma de se

proteger deste problema e não ficar completamente a mercê dos ânimos do mercado financeiro internacional.

II.4 – O Sistema Bancário Internacional

Atualmente, o sistema bancário internacional é formado por:

- **Bancos comerciais:** São o centro dos mercados de capitais não apenas porque eles trabalham com o mercado internacional de pagamentos, mas pela quantidade de atividade financeira que eles utilizam. Os bancos administram vários tipos de depósitos e seus ativos consistem em empréstimos para grandes corporações, depósitos em outros bancos e títulos (isto é, compram os títulos dessas corporações e mantêm ou redescontam estes ativos). Os bancos comerciais podem subscrever ações ou títulos, sendo que os bancos multinacionais também estão envolvidos em transações de ativos. Um dos fatos básicos inerentes às operações bancárias internacionais é que os bancos normalmente estão livres para operar atividades internacionais que não seriam possíveis em seu país de origem. Tal assimetria de regulação tem estimulado o aumento das operações bancárias internacionais nos últimos 30 anos.
- **Sociedades anônimas & multinacionais:** Para financiar seus investimentos podem vender suas ações ou se financiam através da emissão de dívida. O financiamento pelo endividamento geralmente é feito através dos bancos internacionais ou outros emprestadores institucionais, quando os empréstimos são de prazo mais longo, as empresas podem vender seus títulos no mercado de capitais internacional, sendo que

os títulos normalmente, são denominados na moeda do mercado no qual estejam sendo oferecidos.

- **Instituições financeiras não bancárias:** Companhias de seguros, fundos de pensão e fundos mútuos, vêm se tornando muito importantes no mercado de capitais internacional por investirem em ativos estrangeiros de modo a diversificar suas carteiras.
- **Bancos centrais:** Normalmente estão envolvidos no mercado financeiro internacional através da intervenção cambial e da emissão de títulos da dívida do país de origem, sendo intermediado por bancos comerciais.

Uma característica muito marcante das atividades bancária internacional dos anos 90 é que estas têm se tornado globalizadas conforme os bancos têm se movido para fora de seus países de origem em direção aos centros financeiros internacionais.

Por conseguinte, nos anos 90 o termo *atividade bancária offshore* tem sido utilizado com grande frequência para descrever os negócios que a atividade bancária internacional tem exercido fora dos seus países de origem. Os bancos exercem tais atividades através das seguintes instituições:

- **Agência localizada em outro país:** Onde se fazem transferências de fundos e/ou são oferecidos empréstimos, mas não se aceitam depósitos.
- **Subsidiária internacional:** A subsidiária é igual a uma agência, a única diferença é que ela não precisa estar sujeita a uma regulação do banco do país de origem. As subsidiárias estão sujeitas a regulação local.

- **Uma filial estrangeira:** É um escritório de um banco em outro país sujeitos a regulação local e estrangeira e funcionando como um banco local. Geralmente essas instituições tiram vantagens das diferentes regulações entre os países.

Um depósito offshore é um depósito feito em outra moeda que não a do país. Por exemplo um depósito de Yen no Brasil. Os depósitos *offshore* em moeda são também chamados de *eurocurrencies* (ou euromonedas). Depósitos em dólares efetuados fora do EUA são chamados eurodólares. Sendo que os bancos que aceitam euromonedas/eurodólares são chamados de eurobancos.

Uma motivação para o rápido crescimento do *offshore banking* e o comércio de moeda se deve ao crescimento do comércio internacional e do aumento da natureza multinacional das atividades corporativas. Empresas internacionais necessitam de serviços financeiros internacionais, e os bancos têm naturalmente expandido seus negócios domésticos com essas firmas em áreas estrangeiras. Portanto, os bancos nacionais competem com bancos estrangeiros que podem servir os consumidores locais.

O aumento da atividade bancária internacional além de ser um resultado da expansão do comércio internacional de bens e serviços e dos avanços em tecnologia de comunicação/informação, também é consequência de dois outros fatores,:

- **Motivo regulatório:** Com o desejo de escapar da regulação (taxas ou depósitos compulsórios) os bancos movem suas operações para outros países e em outras moedas.
- **Motivo político:** Desejo dos depositantes de manterem seus depósitos fora dos bancos dos países que emitiram elas.

Dos dois fatores colocados acima, o primeiro merece destaque especial, as assimetrias regulatórias. Através do *offshore banking*, os eurobancos ficam praticamente livres de depósitos compulsório sobre depósitos em outra moeda, com isso podem reemprestar mais euromoedas e dessa forma ter vantagem competitiva sobre um banco local. Além disso, poderão pagar um juro maior sobre uma aplicação do que um banco nacional (por exemplo: aplicar em dólares num banco no Brasil deve gerar um retorno maior do que aplicar em dólares num banco nos EUA, já que o primeiro pode reemprestar todo e qualquer depósito). Uma outra vantagem é que os eurodólares podem estar disponíveis em prazos menores do que as aplicações correspondentes no próprio EUA.

No entanto, o aumento de competitividade dos eurobancos são compensados pela maior chance de falência, dado que estes não estão sob os olhos de uma regulação preventiva (seguro de depósito, depósito compulsório, restrições a ativos de risco e redesconto bancário). Isto posto, podemos concluir que a questão envolvida nos eurobancos é extremamente delicada no sentido da estabilidade econômica mundial, uma vez que uma “quebradeira” bancária generalizada promovida pela falta de regulação dos eurobancos prejudica as condições macroeconômica dos países, já que a falência das instituições levará, em última instância, a uma recessão.

Mas por que não regular a atividade bancária internacional? Uma série de motivos respondem a esta pergunta:

- **A inexistência de seguro de depósitos no sistema bancário internacional:** os sistemas de seguros são capazes de proteger os depositantes domésticos e estrangeiros da mesma forma, porém o sistema torna-se insuficiente para proteger todos os depósitos do sistema bancário internacional.

- **A ausência de reservas obrigatórias:** os países ficam impossibilitados de resolverem a questão sozinhos, impondo reservas obrigatórias sobre as filiais de seus bancos em outros países. A ação internacional conjunta é impossibilitada pela barreira política e técnica de acordos sobre um conjunto padrão de regulamentações.
- **A fiscalização bancária torna-se muito difícil num contexto internacional:** os reguladores dos bancos nacionais fiscalizam devidamente os bancos domésticos e suas filiais estrangeiras de uma forma consolidada. Porém estes são menos rigorosos em relação às subsidiárias estrangeiras dos bancos, que possuem maior relação com a matriz, cujos recursos financeiros afetam esta última.
- **A incerteza de qual banco central é responsável pela assistência via redesconto bancário:** quem deveria dar uma linha de redesconto para um banco holandês que se vê numa situação de escassez de reservas em dólares? O Fed? O Banco Central Holandês? Quando os bancos centrais fornecem o redesconto, a oferta doméstica de moeda é aumentada, podendo comprometer a política macroeconômica. No contexto internacional, um banco central pode também, estar gerando recursos para um banco no exterior, o qual o banco central não é capaz de monitorar.

III. GERENCIAMENTO DO RISCO:

“ The turbulence that swept through financial markets in the fall of 1998 was a wake-up call. It revealed that risk-management practices and supervisory and regulatory frameworks did not fully take account of the changing nature of private financial risk-taking, market dynamics, and systemic risk. ” (Garry J. Schinasi)

III.1 – Introdução:

Bem, tendo analisado os fenômenos mais marcantes e impactantes em termos da estabilidade econômica dos anos 90, a Globalização e a Mobilidade Internacional de Capitais, é o momento de analisarmos as conseqüências e riscos envolvidos na coexistência destes fatores na economia internacional. Como ilustração, comecemos pelo caso da crise Russa.

A reestruturação unilateral da dívida russa e o conseqüente pedido de moratória seguido da desvalorização do Rublo em agosto de 1998 geraram “ondas de choque” pelos mercados financeiros mundiais, incluindo os mais maduros. Muitos investidores amargaram grandes perdas. Um dos maiores fundos de investimentos, o *Long-Term Capital Management (LCTM)* chegou próximo do colapso em setembro de 1998, gerando uma série de outras perdas nos mercados financeiros participantes. Mesmo com o auxílio das autoridades financeiras americanas no resgate dos fundos, os mercados continuaram extremamente ariscos ocasionando uma séria crise de crédito.

A turbulência revelou então a fraqueza e vulnerabilidade do sistema financeiro internacional colocando como prioridade a existência de defesas adequadas contra os riscos sistemáticos sob a luz das mudanças que transformaram o mundo das finanças. Primeiro, a disciplina dos mercados foram minadas pela existência de redes de segurança financeiras como seguro de depósitos e empréstimos de última instância, sendo que muitas instituições

financeiras são consideradas muito importantes para falharem. Segundo, práticas de gerenciamento de risco modernas (como *marking to market*, *margin calls*, *hedging* dinâmico e balanceamento freqüente do portfólio) permitiram as instituições fazerem rápidos ajustes em resposta à novas informações e classificações de risco. Terceiro, o crescimento do uso de transações *off-balance-sheet*, tornou mais fácil para as instituições alavancarem suas posições; durante *booms* econômicos, o potencial de alavancagem levam os agentes financeiros a exercerem atividades que se tornam insustentáveis e perigosas quando os mercados mudam sua direção (como no caso da *LCTM*), sendo que os elevados níveis de alavancagem multiplicam os efeitos de choques negativos.

Portanto, tanto as instituições privadas como os *policymakers* enfrentam um desafio muito complexo, eles devem buscar meios para limitar e controlar o risco, bem como frear a euforia de excessos de investimentos que podem multiplicar os efeitos desastrosos resultantes da mudança dos mercados, sem sacrificar, obviamente a eficiência e o aumento de potencial lucrativo das inovações dos instrumentos financeiros. De fundamental importância para o sucesso desta empreitada será o desenvolvimento de mecanismos capazes de aumentar a transparência financeira dos países, melhor e maior coordenação das estruturas de incentivo regulatório, redução do *moral hazard* e um melhor entendimento da natureza do risco na economia moderna.

III.2 – Transparência Financeira:

Uma divulgação adequada e periódica de seus perfis de risco por parte dos países e instituições financeiras, são de fundamental importância para uma efetiva disciplina

regulatória do mercado. Porém, informações precisas sobre exposição ao risco são difíceis de obter em um mundo onde o risco pode ser “ embrulhado” por ativos financeiros, o que dificulta identificar onde estão concentrados riscos sistemáticos e vulnerabilidades no sistema financeiro internacional. Gerentes de risco podem estimar o capital de risco baseados em modelos ou testes, porém isto garante somente um entendimento da exposição de uma economia ao risco e como seria sua performance em cenários de crise e turbulência. O que torna-se insuficiente.

A industria financeira tem procurado desenvolver técnicas de forma a apurar mais precisamente exposições potenciais futuras e avaliações de um possível impacto de crises sistemáticas em capitais de risco. Porém, de acordo com as crises vivenciadas nos anos 90, pode-se concluir que tais técnicas têm se provado insuficientes no sentido de antecipar a dinâmica dos mercados e possíveis repercussões de choques econômico financeiros.

Dado que os agentes do mercado ainda estão se adaptando a mudanças estruturais, informação e gerenciamento de sistemas de controle, estes ainda não levaram em consideração o passo com que a inovação financeira e o impacto da interligação entre os mercados têm nos instrumentos de derivativos financeiros.

III.3 – Estrutura de Incentivos:

Uma maior transparência das economias são necessárias, porém, não são suficientes para prevenir grandes exposições ao risco e elevados níveis de alavancagem. As empresas precisam ter incentivos para buscar a informação e agir de acordo. Instituições financeiras globais têm se deparado com uma complexa gama de incentivos composta pela própria

estrutura de incentivos da instituição, por um ambiente competitivo e diversos tipos de supervisões e instrumentos regulatórios.

A disciplina interna das firmas é criada por estruturas de incentivo e reforçada gerencialmente. Para uma disciplina interna efetiva, os incentivos de unidades de negócio individuais e tomadores de decisão necessitam estar alinhados com os objetivos gerais da instituição e apoiados por *stakeholders* externos, bem como pela supervisão oficial. Entretanto, estruturas de incentivo privadas ainda não foram adaptadas para responder à modernização financeira, securitização e globalização e podem não ser consistentes com a disciplina do mercado.

Gerenciamento privado de risco e supervisões preventivas por parte das instituições privadas podem ser melhorados e reforçar incentivos para depositantes, credores e investidores exercerem um maior controle sobre as atividades das instituições financeiras com as quais estes mantêm algum relacionamento financeiro. Ademais, por incentivos regulatórios e privados afetarem conjuntamente decisões financeiras privadas, os instrumentos regulatórios deveriam ser revistos de modo a garantir que estes não distorçam incentivos privados.

III.4 – Reduzindo *Moral Hazard*:

Moral hazard, que é capaz de distorcer significativamente incentivos privados, é uma consequência inevitável da luta pela estabilidade financeira. Por a estabilidade financeira ser um bem público, o setor público precisa garantir proteção contra problemas sistemáticos, caso contrário, os integrantes privados do mercado podem coletivamente

tornarem-se incapazes de tomarem riscos aceitáveis, o que poderia inibir a intermediação financeira. Supervisões preventivas e outros elementos de âmbito oficial constituem mecanismos que promovem segurança e estabilidade do sistema financeiro nacional e, conseqüentemente do internacional.

Para limitar o *moral hazard* e manter o desenvolvimento do bem-estar, o setor público precisa monitorar e restringir comportamentos de risco que possam ir contra o equilíbrio do bem-estar. Em particular, o setor público deve limitar a tomada imprudente de risco pelas instituições que são mais capazes de se aproveitar da rede de segurança do setor público.

Assim, os *policymakers* se deparam com um complexo desafio de balancear esforços para gerenciar riscos sistemáticos contra esforços para garantir que os integrantes do mercado arquem com os custos de exercerem investimentos de risco e sejam incentivados a agirem prudentemente.

III.5 – Compreendendo Risco Sistemático:

A natureza do risco sistemático tem mudado conforme o sistema financeiro tem se ajustado à economia globalmente integrada. As mais comuns defesas contra o risco tem se baseado em uma limitada definição de que distúrbios sistemáticos são originados em problemas de uma instituição isolada que através de “efeitos cascata” afetam relações interbancárias, levam depositantes a sacar, infectam outras instituições até o ponto de atingir o sistema financeiro como um todo. Dada a expansão de investimentos de risco e a crescente confiança nos mercados para financiamento, tais defesas tornaram-se ainda mais inadequadas e como as práticas de financiamento privado mudam rapidamente, estruturas

regulatórias e de supervisão são incapazes de se manter. Somado a isso, a capacidade do setor privado de captar ganhos com os avanços tecnológicos não caminha paralelamente com a capacidade dos agentes de aprenderem como utilizar essas tecnologias para mensurar e gerenciar riscos sistemáticos.

Redes de segurança financeira são geralmente sustentadas por regulações preventivas que exigem que os bancos retenham recursos suficientes para absorverem perdas. Apesar destes instrumentos terem funcionado razoavelmente bem em limitando danos por excessos financeiros, eles podem levar a um conflito entre os objetivos dos reguladores, que procuram reduzir o risco sistemático, e as instituições reguladas, que tem incentivos a assumir riscos maiores, aproveitando-se das assimetrias regulatórias internacionais. O perigo reside nos dois extremos, regulações excessivamente restritivas, que podem inibir a eficiência da tomada de risco, e a falta de regulação, que pode encorajar as instituições financeiras a assumir riscos que não valeriam ser tomados em um ambiente regulatório diferente.

Na verdade ainda não há uma solução definitiva para o problema, porém é de suma importância que se imponha instrumentos para encorajar comportamentos mais prudentes e gerenciamento de risco mais eficiente, assumindo-se sempre que alguns instrumentos são provavelmente imperfeitos.

III.6 – Próximos Desafios:

Mesmo antes das turbulências no final de 98 terem se dissipado completamente, agentes privados, autoridades nacionais e órgãos internacionais começaram a considerar reformas para diminuir as fraquezas reveladas pelos episódios.

Até agora, as propostas têm objetivado o fortalecimento da disciplina de mercado e gerenciamento de risco bancário através do aumento de transparência das instituições financeiras. As medidas propostas para realçar o gerenciamento de risco são apropriadas, porém, algumas áreas importantes ainda não receberam a atenção devida:

- **Melhora das estruturas de incentivo:** as propostas atuais não atingem diretamente a questão das estruturas de incentivo de forma a prevenir a estruturação das vulnerabilidades financeiras. Estruturas de incentivo internas poderiam ser aperfeiçoadas através de uma abordagem de gerenciamento de risco integrada e voltada para instituições privadas e controles capazes de alinhar os incentivos de todos os *players*.
- **Aumento da transparência:** houveram obstáculos de informação significativos no decorrer das crises dos anos 90. Propostas oficiais não delinearam claramente qual o tipo de informação deveria ser revelada, com que frequência e para quem. Apesar de haver uma clara necessidade de maior entendimento acerca de exposição ao risco, atividades *off-shore* e mercado internacional de derivativos, o formato de informação que deve ser tomado, permanece indefinido.

Melhorias na questão da informação das atividades *off-shore* das instituições financeiras pode provar-se extremamente útil tanto para questões de supervisão

como regulação. Conforme os supervisores intensificam seus esforços de reunião de informações e aprimoram os métodos de avaliação de exposição das instituições ao risco, uma rede de informações refinadas pode ser estabelecida com propósitos de regulação. Então, os responsáveis tornar-se-ão capazes de obter informações detalhadas e atualizadas sobre as atividades financeiras de instituições/países, sendo que estas auxiliarão os supervisores a enxergarem onde os riscos se encontram.

- **Compreender o sistema financeiro moderno:** muitas das estruturas de análise em uso foram desenvolvidas para avaliar e monitorar exposições ao risco, concentrações, alavancagem, fragilidade financeira e riscos sistemáticos associados com as atividades bancárias tradicionais. Riscos de crédito precisam ser melhor compreendidos e modelados, especialmente porque começaram a tomar diferentes formas (e encontram-se geralmente fora dos balanços). Estruturas analíticas que viabilizem um melhor entendimento dos benefícios (ou riscos) de alavancagens, obstáculos, incompatibilidades entre estrutura de incentivos privadas e regulatórias e a dinâmica dos mercados também são necessárias. O setor público, particularmente, os bancos centrais, devem assumir o papel principal no desenvolvimento de uma estrutura analítica e informativa, que se tornaria extremamente útil no âmbito da transparência econômica-financeira.

III.7 – Obtendo Avanços:

A abordagem inicial seria identificar meios concretos de reforçar defesas existentes contra problemas sistemáticos. Um maior grau de informação tanto quantitativa quanto qualitativa, permitiria a instituições financeiras reforçarem suas ferramentas de gerenciamento de risco, aos investidores medir mais precisamente os prêmios de risco e aos reguladores e supervisores a ter uma maior controle sobre instituições e economias. A capacidade de compreender, mensurar, monitorar e controlar a formação de alavancagens e outras atividades de risco também deveriam fazer parte desta abordagem. Reformas de cunho regulatório, sem dúvida serão necessárias, mas antes, as regras do jogo deveriam ser reexaminadas de forma a identificar quais ainda são aplicáveis. Também seria elucidativo ter-se uma noção mais clara de como incentivos, tomada de risco, estrutura de mercado e sua dinâmica interagem no sistema financeiro moderno.

A necessidade de redução do *moral hazard* ainda é discutida. O balanço apropriado entre disciplina de mercado e intervenção oficial envolvem complexos *trade-offs* entre diferentes objetivos. Se por um lado redes de segurança financeira aparentam ter reduzido significativamente perdas de peso morto (*deadweight losses*) e danos econômicos reais associados com as crises financeiras deste final de século, por outro, essas mesmas redes podem contribuir para comportamentos excessivos de risco bem como grandes custos potenciais para o contribuinte.

Um fator que dificulta as tentativas de buscar maior confiança em supervisão e regulação é que as grandes e globalmente ativas instituições financeiras são capazes de algumas vezes de *bypass* os instrumentos regulatórios, tirando proveito das diferenças de informação existentes entre estas e supervisores.

A formação de vulnerabilidades financeiras, que se tornaram evidentes somente após a sucessão de crises em 1998, foi um aviso: instrumentos existentes para supervisão bancária, supervisão oficial dos mercados e gerenciamento do risco sistemático não estão sendo efetivos o bastante para monitorar ou prover a segurança adequada contra eventos sistemáticos.

Ultimamente, cada vez que o setor público intervém de forma a salvar as instituições da ruptura financeira, este cria a expectativa de que irá intervir em ocasiões futuras. Sendo assim, *moral hazard* é o resultado óbvio.

O objetivo maior seria aumentar o envolvimento do setor privado em evitar problemas sistemáticos, não somente através de gestão de risco privado de forma a proteger-lhes mas através de maior precaução, uma vez que suas ações têm implicações globais potenciais e são afetadas por problemas sistemáticos criados por outros.

Isto posto, o escopo das redes oficiais de segurança financeira provavelmente não será reduzido no curto prazo, sendo que a capacidade de monitorar e supervisionar os sistemas financeiros internacionais permanece como fator crítico de sucesso. Cautela e flexibilidade serão necessárias para se preparar contra futuros problemas financeiros, o que sem sombra de dúvida, toma diferentes formas daqueles vivenciados no passado.

IV. SPECIAL DATA DISSEMINATION STANDARD:

I.1 – Introdução:

Tendo-se analisado conseqüências e riscos inerentes aos fenômenos da Globalização e Movimento Internacional de Capitais na Economia dos Anos 90, o leitor deve estar curioso para saber que projetos estão em andamento para tentar amenizar o problema. Para tanto, o presente capítulo procura expor o projeto já implementado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) para satisfazer a necessidade de exposição de dados econômicos e financeiros de forma contínua e confiável para aumentar a transparência financeira das economias ao redor do mundo. Necessidade esta, evidenciada nas crises financeiras dos anos 90. Assim, em março de 1996 foi implementado o *Special Data Dissemination Standard* (SDDS).

Há uma longa história de reformas no FMI. A proposta de reforma atual procura tornar as economias ao redor do mundo e o sistema financeiro como um todo menos expostas a crises. Além disso, busca reduzir a intensidade e duração com que as crises ocorrem. A atenção internacional voltou-se para este assunto quando na crise mexicana de 1995 observou-se mais intensamente os perigos associados à globalização dos mercados financeiros.

Em abril de 1995 o Comitê Interino do FMI identificou reformas extremamente necessárias na supervisão e nas próprias políticas econômicas dos países membros. Essas iniciativas formaram a base para várias reformas subseqüentes: mais próxima, contínua e mais franca supervisão das economias dos países membros; uma maior divulgação de dados

econômicos de forma a aumentar a transparência da economias e prover sinais de aviso ao se aproximar de uma crise financeira.

A reforma proposta pelo FMI é inseparável da reforma na arquitetura financeira internacional. Uma avaliação cuidadosa das lições aprendidas nas crises dos países emergentes na década de 1990 nos trouxe uma ampla rede de reformas necessárias para tornar o sistema financeiro mais resistente. A supervisão de responsabilidade do FMI (diálogo de política econômica com as autoridades dos países membros) está mudando para levar-se em consideração uma nova série de padrões para condutas de política econômicas em diversas áreas, envolvendo estabilidade financeira; transparência fiscal, monetária e de políticas econômicas; e fornecimento de dados. Códigos e padrões são o esforço central para aumentar estabilidade econômico-financeira, pois somente assim, se incrementará a transparência de políticas e condições econômicas, melhor informando os tomadores de decisões de empréstimos e investimentos.

Várias dessas iniciativas já estão sendo implementadas. Por exemplo, 47 países já subscreveram ao *Special Data Dissemination Standard* (SDDS), permitindo avanços importantíssimos em exposição de dados e auxiliando *policymakers* e agentes do mercado em suas decisões.

I.2 –O Sistema:

O *Special Data Dissemination Standard* foi estabelecido pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em março de 1996 com o propósito de prover aos membros, que tem ou buscam acesso ao mercado internacional de capitais, dados econômico-financeiros de

forma padronizada. A expectativa é de que a idéia possa disponibilizar estatísticas de forma contínua e compreensível, e assim promover maior transparência de informações, contribuindo para um melhor funcionamento de políticas macroeconômicas e melhorar o funcionamento dos mercados financeiros.

A subscrição ao SDDS foi aberta em abril de 1996 através de uma carta dos diretores do FMI para todos os membros e governos. Apesar da subscrição ser voluntária, esta carrega um elevado grau de comprometimento por parte do membro subscritor no que se refere a observar e respeitar os padrões do sistema e prover informações ao FMI sobre suas práticas de disseminação de dados econômico-financeiros. A subscrição de um país membro, que pode ser feita a qualquer momento, deve ser comunicada por escrito para a secretaria do FMI. Até o presente momento, existem 47 países membros inscritos no *Special Data Dissemination Standard*, são eles:

Argentina	Australia	Áustria	Bélgica
Canadá	Chile	Colômbia	Croácia
República Checa	Dinamarca	Equador	El Salvador
Estônia	Finlândia	França	Alemanha
Hong Kong, China	Hungria	Iceland	Índia
Indonésia	Irlanda	Israel	Itália
Japão	Coréia	Látvia	Lituânia
Malásia	México	Holanda	Noruega
Peru	Filipinas	Polônia	Portugal
Singapura	República Eslovaca	Eslovênia	África do Sul
Espanha	Suécia	Suíça	Tailândia
Turquia	Reino Unido	Estados Unidos	

O SDDS de forma a ter uma visão compreensiva da disseminação de dados econômico-financeiros, identificou quatro “dimensões” de disseminação de dados:

- Dados: cobertura, freqüência e continuidade (limite máximo de tempo)

- Acesso ao público, que está disponível no meio de comunicação mais acessível ao público atualmente, a Internet²
- Integridade da disseminação dos dados
- Qualidade dos dados disseminados

A dimensão de dados lista 17 categorias de dados que cobrem os quatro setores da economia e prescrevem a frequência e continuidade com que cada dado dessas categorias é disseminado³. Os setores e categorias são:

1. Setor Real (*Real Sector*):

- *Contas Nacionais (National Accounts):*

O item de Contas Nacionais reflete o PIB como a medida de produção da economia, expondo tanto os níveis nominais como reais em conjunto com os deflatores ou índices associados. Pelo menos duas das três variáveis acima são exigidas, sendo que provisões para PNB e poupança são encorajados.

- *Índices de Produção (Production Indices):*

Um único índice de produção ou uma seleção deles são exigidos pelo padrão para mapeamento do PIB. O índice de relevância para o país, dependerá de sua estrutura econômica.

² Para consultar os dados do *Special Data Dissemination Standard* basta acessar a página <http://dsbb.imf.org/sddsindex.htm>

³ A frequência e continuidade para cada categoria encontram-se no Anexo I.

- *Indicadores Preditivos (Forward-Looking Indicators):*

O padrão apoia a disseminação de indicadores preditivos como pesquisas de expectativas, pesquisa de encomendas ou índices compostos.

- *Mercado de Trabalho (Labor Market):*

Emprego, desemprego e salários pagos são variáveis exigidas. Porém, o padrão não prescreve uma definição para esta categoria ou para seus componentes, mas encoraja a utilização dos conceitos, definições e classificações de *International Labour Office (ILO)*.

- *Índices de Preço (Price Indices):*

Índices de preços ao consumidor e produtor e índices de preços de atacado são os índices prescritos.

2. Setor Financeiro:

- *Contas Analíticas do Setor Bancário (Analytical Accounts of the Banking Sector):*

Esta é uma estrutura analítica abrangente para o setor financeiro. Mesmo diferindo sua composição de país para país, a cobertura do setor bancário necessita ser o mais abrangente possível. A cobertura ideal incluiria todas as instituições cobertas pelo banco central e outros subsetores de depósito inclusos no Sistema de Contas Nacionais. O padrão prescreve que os componentes devam incluir no mínimo:

agregados monetários, crédito doméstico e posição externa do setor bancário, seja bruta ou líquida.

- *Contas Analíticas do Banco Central (Analytical Accounts of the Central Bank):*

Esta é uma categoria de acompanhamento, provendo um indicador mais freqüente de condições monetárias e creditícias do que o anterior. O padrão prescreve que os componentes devam incluir: reservas monetárias, base monetária, crédito doméstico e posições externas do banco central, sejam brutas ou líquidas.

- *Taxas de Juros (Interest Rates):*

O padrão prescreve a disseminação de taxas de curto e longo prazos de papéis do governo e taxas de redesconto. A disseminação de taxas de depósito e empréstimos são encorajadas.

- *Mercado Financeiro (Stock Market):*

Em países onde existem bolsas de valores, o padrão exige a divulgação de índices de preços das ações.

3. Setor Externo (*External Sector*)

- *Balanço de Pagamentos (Balance of Payments):*

Esta é uma estrutura estatística abrangente para o setor externo. O SDDS prescreve para conta corrente a disseminação de: importação e exportação de bens e serviços, receitas líquidas e transferências. Para a conta de capitais, o componente prescrito inclui reservas internacionais e outras transações financeiras disponíveis. A

exposição de transações financeiras de acordo investimentos diretos e investimentos de portfólio são encorajados.

- *Reservas Internacionais e Liquidez de Moeda Estrangeira (International Reserves and Foreign Currency Liquidity):*

Esta é uma categoria de acompanhamento, provendo um indicador mais freqüente dos progressos do setor externo em relação ao item anterior. O padrão prescreve a disseminação de dados das reservas de ativos oficiais totais, outros ativos financeiros estrangeiros, perdas predeterminadas de ativos financeiros estrangeiros de curto prazo, perdas contingentes de ativos financeiros estrangeiros de curto prazo e outros itens relacionados a ativos nacionais/estrangeiros.

- *Comércio de Mercadorias (Merchandise Trade):*

Esta é uma categoria de acompanhamento, provendo um indicador mais freqüente dos progressos de conta corrente do balanço de pagamentos. O padrão prescreve a disseminação do valor total de importações e exportações com a freqüência estipulada e encoraja a disseminação detalhada de dados referentes aos commodities mais negociados com um período de divulgação um pouco mais amplo.

- *Posição Internacional de Investimento (International Investment Position):*

Enquanto o SDDS exige a disseminação de dados de posição internacional de investimentos, ele reconhece que esta é uma nova estrutura e, atualmente somente poucos países compilam esta estatística. Por conseguinte, os países inscritos têm até o fim de 2001 para compilar e disseminar os dados referentes a este item.

- *Taxas de Câmbio (Exchange Rates):*

O padrão exige a disseminação de taxas de câmbio de mercado para as moedas principais em relação a moeda nacional. A disseminação de previsões para três e seis meses da taxa de câmbio são também exigidas.

4. Estatísticas Populacionais:

- *População (Population):*

O padrão prescreve a população por sua utilidade como fator de escala, por exemplo, PIB per capita. Esta categoria refere-se ao tamanho total da população. Nenhum componente de detalhe é exigido, mas a disseminação da distribuição como idade e sexo, é encorajada.

A seguir, um exemplo de como estão disponibilizados os dados argentinos sob o SDDS e suas respectivas fontes (marcadas em azul, podendo ser também *hyperlinks* para as páginas das fontes de dados):

	Unit Description	Observations			Annual Growth Rate (1)	Links to Argentina's Data
		Date of Latest	Latest data	Previous data		
REAL SECTOR						
National Accounts						
* GDP at Constant Prices	mill. 1993 pesos	Q4 99	286,012	281,409	0.1%	SPER - DNCN
* GDP at Current Prices	mill. pesos	Q4 99	289,142	286,261	-1.7%	SPER - DNCN
Production Index (EMI) (not seasonally adjusted)	1993=100	Apr-00	105.8	112.1	0.0%	INDEC
Labor Market						
* <u>Employment rate(2)</u>	% of population	Oct-99	36.8	36.2		INDEC
* <u>Unemployment rate(2)</u>	% of labor force	Oct-99	13.8	14.5		INDEC
* <u>Wages/Earnings (3)</u>	1993=100	Q4 99	100.0	98.6	-3.8%	INDEC
Price indices						
* <u>Consumer Prices</u>	1988=100	May-00	319,280	320,526	-1.0%	INDEC
* <u>Wholesale Prices, IPIM</u>	1993=100	May-00	105.9	104.8	3.8%	INDEC
FISCAL SECTOR						
General Government Operations (4)						SH
* Revenues	mill. pesos	1,998	74,561.9			
* Expenditures	mill. pesos	1,998	81,369.7			
* Balance, deficit(-) / surplus(+)	mill. pesos	1,998	-6,807.8			
* Of which: Public enterprises and Others, deficit(-)/surplus(+)	mill. pesos	1,998	-21.7			
* Financing	mill. pesos	1,998	6,807.8			
* Net financial investment	mill. pesos	1,998	-7,320.6			
* Net Public debt and other net liabilities	mill. pesos	1,998	14,552.2			
* Variation of net assets	mill. pesos	1,998	-423.8			
Central Government Operations (5)						SH

* Revenues	mill. pesos	Apr-00	4,485.5	4,817.7		
* Expenditures	mill. pesos	Apr-00	5,081.6	5,525.4		
* Balance, deficit(-) / surplus(+)	mill. pesos	Apr-00	-596.1	-707.7		
* Financing	mill. pesos	Apr-00	596.1	707.7		
* Financing (in local currency)	mill. pesos	Apr-00	589.5	123.8		
* Financing (in foreign currency)	mill. pesos	Apr-00	6.6	583.9		
Central Government Debt (stock, end of period) (6)	mill. pesos	Dec-99	121,877	118,794		SH
* Due in:						
- 1999	mill. pesos	Dec-99		5,034		
- 2000	mill. pesos	Dec-99	16,371	13,493		
- 2001	mill. pesos	Dec-99	14,402	12,809		
- 2002-2006	mill. pesos	Dec-99	53,181	50,492		
- 2007-2028	mill. pesos	Dec-99	37,923	36,966		
* By type of creditor:						
- Bilateral	mill. pesos	Dec-99	5,918	6,091		
- Multilateral	mill. pesos	Dec-99	20,311	19,708		
- Private banks	mill. pesos	Dec-99	5,029	3,961		
- Bonds and Securities	mill. pesos	Dec-99	89,978	88,397		
- Other	mill. pesos	Dec-99	641	637		
* By type of debtor:						
- Direct (7)	mill. pesos	Dec-99	118,548	115,607		
- Indirect (8)	mill. pesos	Dec-99	3,329	3,187		
FINANCIAL SECTOR						
Analytical Accounts of the Banking Sector						BCRA
* Monetary aggregate (M1*)	mill. pesos	Apr-00	25,180	25,009	0.6%	

(9)						
* Monetary aggregate (M3*)	mill. pesos	Apr-00	93,212	92,863	4.0%	
(10)						
* Gross domestic credit to Public Sector	mill. pesos	Apr-00	28,154	28,448	15.9%	
* Gross domestic credit to Private Sector	mill. pesos	Apr-00	68,935	69,338	-2.5%	
* Net External Position	mill. pesos	Apr-00	-6,377	-6,451	30.6%	
<u>Analytical Accounts of the Central Bank, end of period</u>						BCRA
* Monetary liabilities	mill. pesos	May-00	13,575	13,950	-4.5%	
* Net domestic claims on Public Sector	mill. pesos	May-00	5,296	5,935	-7.9%	
* Gross domestic claims on Private Sector	mill. pesos	May-00	2,127	2,129	-3.6%	
* Net External Position	mill. pesos	May-00	11.963	12,202	-0.2%	
<u>Interest rates</u>						BCRA
<u>Stock Market (MERVAL), monthly average</u>	1988=100	May-00	464,49	534,64	-15.28%	CNV
<u>EXTERNAL SECTOR</u>						
<u>Balance of Payments</u>						SPER - DNCI
* Imports of goods and real services (FOB)	mill. US\$	Q4 99	8,420	8,478	-5.3%	
* Exports of goods and real services (FOB)	mill. US\$	Q4 99	7,049	6,981	0.8%	

* Net income receipts	mill. US\$	Q4 99	-2,091	-1,961		
* Net receipts from current transfers	mill. US\$	Q4 99	139	116		
* International reserves (transactions)	mill. US\$	Q4 99	-4,048	-1,877		
* Financial transactions	mill. US\$	Q4 99	7,401	1,380		
<u>International reserves (stock, end of period)</u>	mill. US\$	May-00	25,332	26,163		BCRA
<u>Total External Debt (stock end of period)</u>	mill. US\$	Dec-99	144,657	141,581	3.0%	SPER - DNCI
* Public Sector	mill. US\$	Dec-99	84,805	83,118	2.9%	
* Nonbank Private Sector	mill. US\$	Dec-99	36,224	36,192	1.3%	
* Financial Sector (excluding Central Bank)	mill. US\$	Dec-99	23,628	22,271	5.9%	
<u>Merchandise trade</u>						INDEC
* Total exports (FOB)	mill. US\$	Apr-00	2,329	2,153	14%	
* Total imports (CIF)	mill. US\$	Apr-00	1,909	2,126	2%	
<u>Exchange rate, monthly average</u>	A\$/US\$	May-00	1	1		
<u>International Investment Position</u>						SPER - DNCI
* Net international investment position (stock, end of period)	mill. US\$	Dec-98	-64,715	-53,135	21.8%	
* External Assets	mill. US\$	Dec-98	139,000	133,300	4.3%	
* External Liabilities	mill. US\$	Dec-98	203,715	186,435	9.3%	
<u>POPULATION</u>	Thousands	1998	36,125	35,672	1.3%	INDEC

(1) Change of latest data on same period of previous year in percent.

(2) Employment and unemployment rates were published in May, August and October since 1998.

(3) Average wages per worker in the manufacturing industry

(4) Includes Central Government. Public enterprises, Provincial and Municipal governments. Accrual basis

(5) Data of the National Administration, which includes central government, decentralized bodies and social security institutions. Cash Basis

- (6) It includes government guaranteed debt as well as direct liabilities.
(7) The Direct Public Debt of the central administration is that undertaken by same as principal debtor.
(8) The Indirect Public Debt of the central administration is that undertaken by any artificial person, public or private that has its aval or guaranty.
(9) M1* = Circulation in pesos + peso and US dollar deposits (demand).
(10) M3* = Circulation in pesos + peso and US dollar deposits (demand, savings, and time deposits).

Data producers:

BCRA: Central Bank of Argentine Republic.
INDEC: National Bureau of Statistics and Census.
SPER: Secretariat of Regional and Economic Programming.
SH: Secretariat of the Treasury.
DNCl: National Bureau of International Accounts.
CNV: National Securities Commission.
DNCN: National Bureau of National Accounts.
DNCP: National Bureau of Coordination with Provinces.
Country's Economic and Financial Data:
[Ministry of Economy and Public Works and Services](#)
[Secretariat of Regional and Economic Programming INDEC](#)
[Undersecretariat of Finance](#)
[Secretariat of the Treasury Central Bank](#)
[DSBB Home Page](#)

□

Os elementos monitoráveis por parte do SDDS para acesso, integridade e qualidade enfatizam transparência na compilação e disseminação de estatísticas:

- Para promover igual e imediato acesso, o SDDS prescreve calendários de divulgação e divulga-os a todos os membros interessados.
- Para assegurar aos usuários da integridade dos dados disseminados sob o SDDS, o SDDS exige a disseminação dos termos e condições sob as quais cada estatística oficial é produzida e disseminada; a identificação da aprovação governamental interna antes da divulgação; a identificação do comentário ministerial na ocasião da divulgação estatística e a provisão de informação sobre revisão e notícias de mudanças de metodologia.

- Para assegurar aos usuários a qualidade dos dados, o SDDS exige a divulgação de documentos contendo a metodologia estatística utilizada e estruturas estatísticas que possibilitem checagem da qualidade dos dados.

Um período de transição formal para a implementação do SDDS começou com a abertura para subscrição em começo de abril de 1996 e terminou em 31 de dezembro de 1998. Durante este período, o membro poderia inscrever-se no SDDS mesmo se suas práticas de disseminação de dados não estivessem completamente de acordo com o plano naquele momento. Este período deu o tempo necessário para que os inscritos pudessem ajustar suas práticas de acordo com que o padrão impunha de forma a alinhá-los ao SDDS. Durante o período de transição, o FMI também elaborou aspectos operacionais mais corretos e revisou o conteúdo e procedimentos do SDDS com a intenção de fazer ajustes sob a luz da experiência.

Um país a se inscrever no SDDS precisa também fornecer informações sobre seus dados e práticas de disseminação, seus “metadados” (*metadata*), ao FMI para apresentação em um boletim eletrônico. Os metadados são revistos pelo FMI para compreensão e comparação internacional. A responsabilidade para com os metadados, incluindo atualizações freqüentes, e pelos dados econômico-financeiros ficam a cargo do país inscrito.

Outro elemento do *site* de disseminação de dados do FMI é o *Dissemination Standards Bulletin Board*⁴ (DSBB). Os metadados do SDDS são úteis por si só e sua apresentação no DSBB facilita o monitoramento e observância do padrão pela equipe do FMI, do mercado financeiro e outros que utilizam os dados. O DSBB promove *hyperlinks* entre os metadados do SDDS entre os dados atuais dos países em um resumo nacional de dados para 29 países.

⁴ Para consultar o *Dissemination Standard Bulletin Board*, acesse o *site* <http://dsbb.imf.org/>

Como como as páginas de resumo nacional de dados terão um papel importantíssimo no monitoramento do SDDS pela equipe do FMI o *Board* Executivo do FMI decidiu em dezembro de 1998 tornar obrigatórios os *hyperlinks* para as páginas de resumo nacional de dados e exigir que todos os países inscritos no SDDS a desenvolvê-los até o fim de 1999.

V. CONCLUSÃO:

O leitor deve estar se perguntando agora se a simples disponibilização de dados de uma forma padronizada em um meio de comunicação de acesso ilimitado (ao que o SDDS se propõe) , que é a Internet, será capaz de eliminar problemas tão complexos como *moral hazard* e seleção adversa, evitando assim, crises financeiras de contágio advindas de *heightened awareness* e *herd behavior*.

É claro que o *Special Data Dissemination Standard* não é nenhum instrumento milagroso, este isoladamente, não terá efeito nenhum. Uma maior transparência das economias é necessária, mas não suficiente para evitar exposições ao risco e elevados níveis de alavancagem capazes de acarretarem em crises financeiras violentas. Como colocado no capítulo III, as empresas, investidores, etc., precisam ter incentivos para buscar a informação e agir de acordo, caso contrário, a ferramenta do SDDS passará despercebida.

Por outro lado o SDDS tem inúmeras vantagens, se utilizado e mantido atualizado corretamente (o que parece ser de total intenção do FMI). A começar pelo meio de comunicação em que o SDDS está instalado, a Internet, possibilitando assim, o livre acesso de todos. A Internet, um dos maiores responsáveis pelo fenômeno da Globalização, não poderia ser um meio de disseminação de dados melhor, seria como “virar o feitiço contra o feiticeiro”, uma vez que o SDDS se utiliza da Internet para buscar seu objetivo maior, amenizar os impactos negativos da Globalização.

Como exposto no capítulo II do presente trabalho, na economia dos anos 90 o fluxo de capitais internacional, viabilizado pelos avanços tecnológicos nos meios de comunicação e pela falta de regulação e supervisão, é capaz de mudar de direção repentinamente trazendo

consequências devastadoras para a economia mundial. Isto posto, pode-se concluir que o SDDS também é capaz de amenizar as delicadas consequências do aumento da mobilidade internacional de capitais no sentido em que ele pode ser utilizado como uma própria ferramenta de regulação e supervisão, pois no padrão podem ser acompanhados itens com tais características como Contas Analíticas do Setor Bancário / Banco Central, Balanço de Pagamentos, Posição Internacional de Investimentos, etc.

E, obviamente, o *Special Dissemination Data Standard* serve como base para qualquer ferramenta de avaliação de risco e de previsão de mudanças nos fluxos de capitais. Uma vez que traz praticamente todas as informações necessárias para tal de forma padronizada, confiável e periódica.

Bem a resposta para a pergunta colocada no início deste capítulo parece conclusiva. A disponibilização de dados de uma forma padronizada é o primeiro grande passo para aumentar a transparência financeira dos países e diminuir os efeitos prejudiciais e contaminadores do *moral hazard* e seleção adversa na economia globalizada. Agora, o próximo passo, que é tão importante quanto o primeiro, é encorajar empresas, investidores, credores e pesquisadores a utilizarem o sistema como referência para toda e qualquer consulta de dados econômicos-financeiros. Bem como monitorar rigorosamente e de forma contínua a qualidade e periodicidade com as quais os países inscritos no SDDS disseminam seus dados e exigir que os países ainda não inscritos, o façam, acarretando assim, em grande confiança de todos no sistema. Creio que desta forma a necessidade de maior transparência econômica-financeira será atendida e a economia tenderá a funcionar de forma mais contínua e segura.

BIBLIOGRAFIA:

Globalization: Threat or Opportunity? An IMF Issues Brief, abril 2000.

Debt Relief, Globalization, and IMF reform: Some Questions and Answers - An IMF Issues Brief, abril 2000.

Transparency at the IMF - Factsheet, março 2000.

Fiscal Transparency - Factsheet, março 2000.

The IMF and the Private Sector - Factsheet, março 2000.

Progresses in Strengthening the Architecture of the International Financial System - Factsheet, março 2000.

IMF Surveillance - Factsheet, março 2000.

Debt and Reserve Related Indicators of External Vulnerability - working paper, março 2000.

Managing Global Finance and Risk - working paper, março 2000.

KRUGMAN, Paul e OBSTFELD, Maurice, “Economia Internacional - Teoria e Política”; quarta edição.

Monografia de Final de Curso - 99.2, “Uma Comparação Entre a Crise Asiática e as Crises do México (1994) e do Brasil (1998)” - Andréa Maria Tuttmann, Orientador: José Marcio Camargo.

Monografia de Final de Curso- 99.2, “A Economia da Informação” - Beatriz Helena de N. Alves, Orientador: José Henrique Tinoco.

Homepage *Data Standard Bulletin Board* - <http://dsbb.imf.org/>.

GOLDSTEIN, Morris & TURNER, Philip - Banking Crises in Emerging Economies: Origins & Policy Options, BIS working paper.

Transparency, World Bank working paper.

ANEXO I:

A seguir a tabela com a periodicidade exigida e o limite de tempo para divulgação proposto:

Coverage		Encouraged categories and/or components	Periodicity	Timeliness
Prescribed	Category			
Category	Components			
Real sector				
National accounts: nominal, real, and associated prices *	GDP by major expenditure category and/or by productive sector	Saving, gross national income	Q	Q
Production index/indices #	Industrial, primary commodity, or sector, as relevant		M (or as relevant)	6W (M encouraged, or as relevant)
		Forward-looking indicator(s), e.g., qualitative business surveys, orders, composite leading indicators index	M or Q	M or Q
Labor market	Employment, unemployment, and wages/earnings, as relevant		Q	Q
Price indices	Consumer prices and producer or wholesale prices		M	M
Fiscal sector				
General government or public sector operations, as relevant *	Revenue, expenditure, balance, and domestic (bank and nonbank) and foreign financing	Interest payments	A	2Q
Central government operations #	Budgetary accounts: revenue, expenditure, balance, and domestic (bank and nonbank) and foreign financing	Interest payments	M	M
Central government debt	Domestic and foreign, as relevant, with a breakdown by currency (including indexed), as relevant, and a breakdown by maturity; debt guaranteed by central government, as relevant	Debt service projections: interest and amortization on medium and long-term debt (Q for next 4 quarters and then A) and amortization on short-term debt (Q)	Q	Q
Financial sector				
Analytical accounts of the banking sector *	Money aggregates, domestic credit by public and private sector, external position		M	M
Analytical accounts of	Reserve money, domestic claims on public and private sector, external position		M (W)	2W (W encouraged)

the central bank #			encouraged)	
Interest rates	Short-term and long-term government security rates, policy variable rate	Range of representative deposit and lending rates	D	1/
Stock market	Share price index, as relevant		D	1/
External sector				
Balance of payments *	Goods and services, net income flows, net current transfers, selected capital (or capital and financial) account items (including reserves)	Foreign direct investment and portfolio investment	Q	Q
International reserves and foreign currency liquidity #	Total official reserve assets (gold, foreign exchange, SDRs, and Fund position); other foreign currency assets; predetermined short-term drains on foreign currency assets; contingent short-term drains on foreign currency assets; and related items. 2/		M (W encouraged)	W for total official reserve assets; M for all other items (W encouraged)
Merchandise trade #	Exports and imports	Major commodity breakdowns with longer time lapse	M	8W (4-6W encouraged)
International investment position	See specifications		A (Q encouraged)	2Q (Q encouraged)
Exchange rates	Spot rates and 3- and 6-month forward market rates, as relevant		D	1/
Addendum: Population		Key distributions, e.g., by age and sex	A	...

Periodicity and timeliness: Daily ("D"); weekly or with lapse of no more than one week ("W") after the reference date or close of the reference week; monthly or with lapse of no more than one month ("M"); quarterly or with lapse of no more than one quarter ("Q"); annual ("A").

* Comprehensive statistical frameworks

Tracking categories

1/ Given that data are widely available from private sources, dissemination of official producers may be less time-sensitive. Although dissemination by recorded telephone messages or fax services is encouraged, dissemination of these data can be made part of other (preferably high-frequency) dissemination products.