



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

GERARD ANDRÉ COELHO

**AS TRANSFORMAÇÕES RECENTES NA ECONOMIA BRASILEIRA E SEUS
IMPACTOS NA BOVESPA**

**SALVADOR
1999**

GERARD ANDRÉ COELHO

**AS TRANSFORMAÇÕES RECENTES NA ECONOMIA BRASILEIRA E SEUS
IMPACTOS NA BOVESPA**

Trabalho de conclusão de curso apresentado no curso de graduação de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas

Orientador: Prof. Dr. Oswaldo Ferreira Guerra

**SALVADOR
1999**

GERARD ANDRÉ COELHO

As Transformações Recentes na Economia Brasileira e seus Impactos na BOVESPA

Aprovada em junho de 1999.

Orientador: _____

Prof. Dr. Oswaldo Ferreira Guerra
Faculdade de Economia da UFBA

Hamilton de Moura Ferreira Júnior
Prof. Dr. Da Faculdade de Economia da
UFBA

Antônio Henrique Silveira
Prof. Da Faculdade de Economia da
UFBA

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer a minha mãe por ter-me apoiado na conclusão desta monografia e ao meu orientador o Professor Dr. Oswaldo Ferreira Guerra, que teve muita paciência e dedicação no trabalho de orientação.

RESUMO

Esta monografia tem por objetivo analisar as principais transformações ocorridas na economia brasileira, a partir da década de 90, e seus impactos na maior bolsa de valores do país, a Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo). A partir dessa análise verifica-se, se houve ou não aumento no volume de aplicações na Bovespa e quais foram as principais determinantes para que isso ocorresse.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Tabela 1 - Investimento Internacional entre 1987 e 1996.....	23
Tabela 2 - Taxa de juros Interna e Externa entre 1992 e 1994.....	34
Tabela 3 - Variação na Taxa de Juros para Acumulação de Reservas Internacionais entre 1992 e 1994.....	35
Tabela 4 - Captação de Recursos Externos.....	36
Tabela 5 - Carteira Teórica do Índice Bovespa entre janeiro e abril de 1997.....	41
Tabela 6 - Comportamento dos Juros e da Bovespa entre 1990 e 1998.....	47
Gráfico 1 - Volume de Negócios na Bovespa entre 1990 e 1998.....	48
Tabela 7 - Carteira de Ativos de Investidores Institucionais Estrangeiros entre 1990 e 1998.....	50
Gráfico 2 - Participação do Investidores na Bovespa.....	50
Tabela 8 - Empresas Privatizadas entre 1991 e 1997.....	51
Tabela 9 - Participação do Setor de Telecomunicações na Bovespa entre 1995 e 1998.....	54
Tabela 10 - Oscilação do Ibovespa Frente aos Principais Eventos dos Anos 90.....	56
Gráfico 3 - Variação do Índice Bovespa entre 1990 e 1998.....	56
Gráfico 4 - Variação na Taxa de Juros entre 1990 e 1998.....	56

SUMÁRIO

1	Introdução	7
2	A Bolsa de Valores no Desenvolvimento Capitalista	8
2.1	Origem e Funções das Bolsas de Valores.....	8
2.2	Bônus, Ações e Especulação.....	11
2.3	Formação do Valor e Análise de Investimentos em Ações.....	16
3.	Globalização Financeira e Mercado de Capitais no Brasil	22
3.1	Determinantes da Globalização Financeira.....	22
3.2	Liberalização Cambial e Desregulamentação Financeira no Brasil.....	28
3.3	As Instituições no Mercado de Capitais Brasileiro.....	36
4	A Bovespa Pós 1994	46
5	Considerações Finais	58
	Referências Bibliográficas	61

1 INTRODUÇÃO

A partir dos anos 90, a economia brasileira começa passar por uma série de importantes transformações, destacando-se, entre outras, a abertura econômica, as privatizações e a estabilização dos preços com o advento do Plano Real. Como essas transformações impactaram na maior bolsa de valores do país? Responder a essa questão, é o principal objetivo desta monografia.

Para tanto, o presente trabalho buscou, do ponto de vista metodológica, caminhar do geral para o particular. No capítulo 2 discute-se o papel das bolsas de valores no desenvolvimento capitalista, particularizando-se a origem histórica e caráter especulativo das mesmas, a formação do valor das ações e as análises de avaliação das aplicações em ações.

No capítulo 3, alguns determinantes da globalização financeira, os processos de liberalização cambial e desregulamentação financeira ocorridos no Brasil, e seus impactos na economia nacional, e as instituições do mercado acionário brasileiro são apresentados. Além disso, examinam-se também os principais tipos de investidores institucionais, e o cálculo da carteira teórica do Índice da Bolsa de valores de São Paulo (Bovespa).

No capítulo 4, o foco desloca-se para o comportamento da Bovespa após 1994. Analisa-se aqui, os principais fatores estimuladores e inibidores do aumento dos negócios na Bolsa de Valores de São Paulo, a excessiva concentração desses negócios em certos papéis e setores produtivos e os impactos dos eventos econômicos e políticos sobre o Índice Bovespa. A monografia se encerra com algumas considerações finais.

2 A Bolsa de Valores no Desenvolvimento Capitalista

2.1 Origem e Funções das Bolsas de Valores

A origem das bolsas é bastante remota. Alguns escritores a localizam nos *emporium* dos gregos, outros nos *collegium mercatorum* dos romanos. Não há uma definição histórica clara sobre isto. Sabe-se apenas que elas surgiram, em épocas distantes, com atribuições que não as vinculavam especificamente a valores mobiliários.

Durante toda a Idade Média e até o século XVII, as operações de Bolsa se resumiam a compra e venda de moedas, letras de câmbio e metais preciosos. Os negócios, então, eram limitados pelas dificuldades de comunicação, pela escassez de capitais e pela ausência de crédito.

A palavra Bolsa, no seu sentido comercial e financeiro, nasceu em Bruges, cidade da Bélgica, onde se realizavam assembleias de comerciantes na casa de um senhor chamado Van Der Burse, em cuja fachada havia um escudo com três bolsas, que era o brasão de armas do proprietário.

A Bourse de Paris foi implantada por Luís VII em 1141, sendo regulamentada em 1304. Napoleão I destinou um prédio para a mesma que permanece até hoje. Já a Bolsa de Fundos Públicos de Londres surgiu em 1698. Embora as operações com valores já estivessem legalizadas, o enorme crescimento das negociações naquele ano exigiu a organização da Bolsa em caráter oficial.

No século XVIII, quando as exigências de crédito público obrigaram os banqueiros a fracionar os empréstimos em títulos de participação, e as sociedades por ações se expandiram, permitindo grandes agrupamentos de capital, as bolsas assumiram um papel preponderante na oferta e procura de capitais. Ao longo do tempo, elas não pararam de sofrer transformações profundas em sua estrutura, sendo que mais recentemente, tais transformações devem-se às inovações tecnológicas e a globalização financeira.

A exemplo dos bancos, as bolsas de valores têm a capacidade de centralizar e captar poupanças dispersas, disponibilizando-as como fontes de recursos para os investimentos de médio e longo prazos (compra de máquinas e equipamentos, ampliação das instalações etc.) das empresas capitalistas. Antes, as empresas capitalistas só dispunham de duas fontes de financiamento: a interna, apoiada nos lucros retidos e no caixa da empresa; e a fonte externa, baseada na utilização de recursos de terceiros - emissão de títulos (debêntures, *commercial papers*) - e/ou empréstimos bancários. Como bem destacou Keynes (1936), essas duas fontes de financiamento apresentam altos riscos para o capitalista, já que ele não dispõe de cálculos precisos que informem com exatidão qual será a sua renda esperada futura com aquele investimento. Ele apenas conhece sua renda corrente.

Esse cálculo da renda esperada futura tem sérios problemas, pois as máquinas e equipamentos adquiridos pelo empresário poderão concorrer com outras máquinas e equipamentos mais modernos que venham a surgir no futuro, antes que ele amortize o seu capital. Como se não bastasse isto, poderão ocorrer alterações no custo da mão-de-obra, nas técnicas de produção e muitos outros problemas econômicos, impossibilitando assim previsões seguras. Neste ambiente incerto, o capitalista irá basear sua decisão de investimento em suas expectativas futuras da economia. Essas expectativas são um prognóstico que ele faz a partir de fatos econômicos, projetando-os para o futuro. Deste modo, seu estado de confiança (otimista ou pessimista) irá influenciar esse prognóstico e, conseqüentemente, sua decisão de investir. Evidentemente, que o investimento produtivo não depende apenas do rendimento futuro esperado com a compra do bem de capital. Ele sofre, igualmente, influencia do preço desse bem de capital, cuja relação com o rendimento esperado forma a Eficiência Marginal do Capital (EMC), e das taxas de juros. Somente quando a EMC superar as taxas de juros, é que o empresário investirá produtivamente. Caso contrário, ele buscará valorizar seu capital de outra forma.

Por tudo isto, Keynes considera o volume de investimento produtivo muito instável. Em momentos prolongados de baixa EMC, o capital industrial se defronta com barreiras para expandir-se. Nesse contexto, as bolsas de valores cumprem a importante função de reduzir tais

barreiras, na medida em que a abertura do capital da empresa e a venda de ações permite ao empresário dividir o risco do empreendimento e obter fundos para seus projetos, sem recorrer ao endividamento. Na atualidade, as bolsas de valores nada mais são que centros criados e mantidos para negociar esses papéis.

Um outro significativo papel desempenhado pelas sociedades por ações se dá no plano ideológico. Ela é associada à democratização do capital, uma vez que parcelas do capital das empresas são vendidas a quem deseje comprar. O capitalismo estaria, assim, se popularizando. O acionista se torna sócio da empresa e não credor, sendo que a empresa não precisa pagar dividendos - parte do lucro que cabe aos acionistas - quando sua situação não permitir ou caso ela tenha prejuízos. Em ambos os casos, o acionista mesmo sem receber dividendos pode ser remunerado com a valorização de suas ações no mercado.

2.2 Bônus, Ações e Especulação

As famílias e as instituições têm muitas alternativas para conservar ou ampliar sua riqueza, podendo-se destacar: o investimento produtivo; a compra de imóveis, obras de arte, terrenos e metais preciosos; e as aplicações em ativos financeiros também chamados de valores mobiliários.

A característica desses ativos financeiros ou títulos é que eles representam um direito contratual de receber futuros pagamentos, se as condições do contrato forem cumpridas. Os bônus, por exemplo, representam um empréstimo do investidor a outro agente econômico (empresa ou governo) e prometem um valor especificado ao portador. São pois, títulos de renda fixa, uma vez que seu fluxo de pagamentos é estipulado quando o bônus é emitido. Já as ações são títulos de renda variável, pois como dependem da lucratividade futura, os dividendos, assim como a valorização do papel, não podem ser pré-determinados.

Existem vários tipos de bônus. Eles são distinguidos pelo seu vencimento, isto é, pelo horizonte de tempo do empréstimo, em bônus de curto, médio e longo prazo. Para um certo vencimento, outro fator importante é o prazo dos pagamentos. Os cupons pagam um certo valor de juros periodicamente e o principal do empréstimo (ou valor de face) no vencimento, sendo que cupons zero não pagam juros, somente o valor de face no vencimento. Os investidores obtêm um retorno comprando esses bônus de cupom zero com desconto.

Os bônus podem ser emitidos tanto por órgãos governamentais, como por empresas industriais ou comerciais (são os debêntures, letras de câmbio e *commercial papers*) ou ainda por bancos - são os certificados de depósito bancário. Os bônus emitidos pelos Tesouros de qualquer país têm nomes diferentes de acordo com o prazo de vencimento deles. Assim como o governo federal, os estados e municípios também podem emitir obrigações.¹

¹ Atualmente, no Brasil, essa possibilidade está suspensa.

Várias empresas têm se especializado em classificar os bônus de acordo com sua lucratividade e risco. As mais conhecidas mundialmente são a Standard & Poors e a Moody's Investors, ambas empresas americanas. Essas análises se baseiam na capacidade e na probabilidade da entidade emissora poder pagar totalmente seus compromissos ou não. As entidades que apresentam riscos maiores ou alta probabilidade de não poderem honrar seus compromissos, geralmente oferecem rendimentos maiores, para que seus bônus se tornem atraentes para os investidores.

Pode-se dizer que até o início dos anos 90, observava-se uma disposição cada vez maior das empresas privadas financiarem seus projetos de investimento a longo prazo emitindo bônus. Ou seja, elas optavam por assumir dívidas em vez de ceder parte do patrimônio. As incorporações de empresas endividadas, que começaram a aumentar àquela época, provocaram uma modificação na estratégia de financiamento a favor das ações (Sachs, 1996). As ações são cotas, partes, em que se divide o capital social da empresa, sendo emitidas sem prazo de resgate. Elas são os principais ativos de renda variável e podem ser classificadas em ordinárias ou preferenciais.

As ações ordinárias de corporações são ativos de renda variável básicos. Toda ação ordinária de uma certa companhia é um direito sobre sua renda líquida residual, ou seja, o lucro depois de todas as despesas e impostos pagos, os chamados dividendos. Toda ação ordinária também representa um direito de propriedade sobre a empresa, que garante ao acionista direito à voto no seu Conselho de Administração. Os acionistas têm direito residual, ou seja, são os últimos a serem pagos se a empresa for liquidada. Os credores são pagos antes que o acionista receba qualquer valor. Contudo, a obrigação dos acionistas como proprietários da corporação é limitada. Se a corporação termina no vermelho, o acionista perde o valor da ação, mas não se pode exigir que ele coloque mais dinheiro para saldar as dívidas da corporação.

Já as ações preferenciais são um meio termo entre o bônus e uma ação ordinária. Esse tipo de ativo define um determinado pagamento fixo, ao ano, também chamado de dividendo. Ao contrário dos bônus, que pagam juros e tem prazo definido, as ações preferenciais têm

prazo ilimitado. Elas são preferenciais no sentido de que seus dividendos fixos precisam ser pagos antes dos dividendos dos portadores de ações ordinárias. Contudo, se a receita da empresa não for suficiente para pagar os dividendos contratuais aos acionistas preferenciais num certo ano, a empresa não contrai uma dívida. Neste caso, o não pagamento não constitui uma quebra, como no caso do bônus.

Um tipo mais sofisticado de ativo com renda variável é a opção de ação. Apesar de ser possível comprar opções de muitos ativos, a forma mais comum de opção financeira é sobre ações. Um *call option*, ou opção de compra, garante ao portador o direito de comprar uma certa quantidade de ações de uma empresa a um preço específico num determinado período do tempo. Já um *put option*, ou opção de venda, garante ao portador direito de vender um certo número de ações a um determinado preço num certo período.

Muitos dos ativos financeiros aqui mencionados são negociados em mercados organizados. Os mercados primários realizam vendas de títulos novos para compradores que já possuem algum tipo de título da entidade emissora. Uma empresa que deseja financiar um projeto com bônus de longo prazo, vende esses bônus no mercado primário. Os mercados secundários, por outro lado, negociam títulos anteriormente emitidos, sendo de extrema importância para o sistema de capitalização. Quando uma nova ação de uma empresa é vendida pela primeira vez, os rendimentos vão para empresa que as emitiu, mas quando uma ação já existente é negociada, o valor vai para o proprietário da ação. Os mercados secundários dão, portanto, maior liquidez aos títulos financeiros, ajudando as corporações a vendê-los.

Os mercados secundários têm um volume de transações substancialmente maior que os primários e são muitos mais conhecidos. Exemplo: as Bolsa de Valores. Em todos esses mercados de valores, as transações ocorrem num local central. O chamado mercado à vista, representa uma outra forma de organizar transações secundárias de mercado. Neste caso, os corretores que operam em várias regiões geográficas diferentes estão ligados por terminais de computador nos quais colocam suas ofertas ou pedem um preço pelos títulos.

As Bolsas de Valores tendem a refletir a situação econômica do país e das empresas nelas inscritas, ou seja, a valorização dos papéis e a alta das bolsas refletem um certo estado de confiança positivo dos investidores em relação ao futuro do país. O contrário é quase sempre verdadeiro. Nesse sentido, ela é considerada por muitos como uma espécie de termômetro da economia de um país, além de desempenhar, como já dito, um importante papel na capitalização das empresas dos países desenvolvidos, papel esse que começa a se estender para os países emergentes como Hong Kong, Coréia, Malásia, Indonésia, Índia, Brasil, Argentina, México e Chile.

Em economias desenvolvidas, como os Estados Unidos e a Alemanha, onde as taxas de juro são baixas, as famílias investem boa parte de sua poupança para a aposentadoria comprando ações de empresas, através de fundos de investimento, fundos de pensão ou compras diretas. Nesses países, esse segmento do mercado financeiro tem se tornado cada vez mais popular. Para se ter uma idéia, nos Estados Unidos e na Alemanha quase 50% das ações negociadas estão nas mãos das famílias, sendo que o valor de mercado das ações nos E.U.A estão ao redor de US\$ 8,5 trilhões de dólares, valor este que superou o PIB americano de US\$ 6,9 trilhões de dólares em 1997 (Félix, 1997:12).

Apesar dessa popularidade nos países centrais, o mercado acionário não é considerado seguro para aplicadores independentes, pois ele é muito especulativo. Uma primeira ilustração: os grandes investidores institucionais (fundos, companhias de seguros etc.) têm o poder de fazer o preço das ações aumentarem ou diminuir, via operações de compra e venda de grandes volumes desses papéis, além de possuírem informações privilegiadas em relação aos pequenos investidores.

Uma segunda ilustração: o fato da determinação do valor de uma ação ser influenciada pela formação de expectativas cria, muitas vezes, situações nas quais o valor de mercado das ações supera em muito o valor patrimonial das mesmas. Quando isso ocorre, sem que haja uma expectativa real de lucros futuros das empresas, pode-se formar a chamada “bolha especulativa”.

Uma última: uma crise econômica interna ou externa, que altere a expectativa de lucro das empresas, dependendo da sua magnitude, pode ou não provocar um *crash* na bolsa de valores (queda brusca nos preços das ações) como ocorreu na crise da Bolsa de Valores de Nova York em 1929. Isto detonaria um efeito em cadeia, a partir do lado financeiro da economia, que contaminaria o lado real. Ele poderia ser descrito da seguinte maneira: os detentores de ações se tornariam mais pobres; em consequência disso eles consumiriam menos, as empresas teriam expectativas de lucros menores e o preço das ações tenderia a cair mais ainda. Em decorrência, haveria um aumento no número de falências e concordatas de empresas, uma queda na demanda agregada e uma elevação do desemprego.

2.3 Formação do Valor e Análise de Investimentos em Ações

O preço ou valor nominal de uma ação é o Capital Social da empresa dividido pelo número de ações a serem emitidas. Esses valores são estritamente contábeis e podem variar ao longo do tempo. Já o valor patrimonial de uma ação é dado pelo patrimônio líquido da empresa dividido pelo número de ações emitidas. Esse valor, é também estritamente contábil, mas é cada vez mais levado em consideração pelos analistas financeiros, já que em caso de liquidação da empresa os acionistas irão receber com base nesse valor. O valor de mercado de uma ação, por sua vez, ao contrário dos conceitos anteriores, evidencia as transações de compra e venda das ações na Bolsa de Valores, que baseiam-se nas expectativas de lucros futuros, na distribuição de dividendos ou no temor de prejuízos ou falência por parte da empresa.

Tem-se, assim, a possibilidade do preço de mercado da ação variar para cima ou para baixo do valor nominal ou patrimonial das ações. Por fim, o valor de subscrição (*underwriting*), é aquele fixado no momento em que a ação é emitida para a formação ou expansão do capital social da empresa. O valor de subscrição pode ser fixado com base no valor nominal da ação, patrimonial, de mercado, ou por um valor intermediário a essas faixas .

São duas as principais análises utilizadas para avaliação de investimentos em ações: a Fundamentalista e a Técnica. A primeira trata de estudar profundamente a empresa e o setor no qual ela atua. Esse conhecimento é adquirido através de pesquisas em órgãos de classe, de modo a determinar qual é o comportamento esperado para o setor num dado período de tempo. Geralmente essas pesquisas são feitas no início de cada ano, quando monta-se um relatório detalhado contendo: produção; perspectivas de preços; disponibilidade de matéria-prima; e política governamental para o setor. Pesquisa-se também os planos de investimento de curto e longo prazos, de vendas e marketing, de produção, o nível de eficiência administrativa e financeira e a capacidade tecnológica.

O analista terá que determinar o justo valor da ação. Para calcular este valor, utilizará o indicador P/L, onde P é a cotação da ação na bolsa de valores e L é o lucro por ação estimado para os próximos anos. Esse indicador informa o tempo de recuperação do capital investido. Se, por exemplo, o investidor comprar uma ação por R\$ 100 e estimar que a empresa irá ganhar R\$ 25 a cada ano, então o P/L será de 4. Isso significa que ela levará 4 anos para recuperar o capital investido, a uma taxa média anual de retorno de 25%. Portanto, o indicador P/L é o inverso da taxa de retorno esperada. Para se chegar à fórmula que determina o justo valor da ação, ou cotação justa, divide-se o L pelo retorno justo que é a taxa de custo de oportunidade do negócio somada ao prêmio pelo risco. Esse custo de oportunidade pode ser a taxa de juros real líquida oferecida por um ativo de renda fixa de risco muito baixo, como um CDB de um banco de primeira linha. O prêmio pelo risco é conferido ao investidor que adquire uma ação, que tem renda variável e cuja expectativa de retorno não é assegurada.

O exemplo numérico abaixo, ilustra a argumentação acima exposta.

Lucro por Ação Projetado = R\$ 50

Custo de Oportunidade = 10% ao ano

Prêmio pelo Risco = 15% ao ano

Preço Justo = R\$ 50 / (0,10 + 0,15) = R\$ 200

Encontrado o preço justo, ele é confrontado com cotações de bolsa, podendo ocorrer três situações: a primeira, quando o preço na bolsa for igual ou muito próximo de R\$ 200, não justificando nem a compra nem a venda da ação. A segunda, quando o valor de cotação for muito abaixo de R\$ 200, indicando o momento de compra. Por último, quando o valor de cotação for muito acima de R\$ 200 é hora de vender.

Além do P/L, os analistas usam outros indicadores que complementam a análise. São eles:

- Preço / Fluxo de Caixa Operacional (P/ FCO)
- Preço/ EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes Depreciation and Amortization*, sigla em inglês que significa lucro antes dos juros, taxas, depreciação e amortização)

- Preço / Vendas Líquidas
- Preço / Valor Patrimonial Projetado
- *Enterprise Value* / EBITDA

O P/FCO é um indicador muito semelhante ao P/L, só que ao invés do lucro como parâmetro de retorno do investimento, usa-se o fluxo de caixa operacional da empresa. A vantagem deste indicador, em relação ao P/L, é que se considera apenas o fluxo de operação da empresa, excluindo-se componentes não operacionais que podem distorcer a análise. O Preço/EBITDA é o preço da ação dividido pelo lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização. O Preço sobre as Vendas Líquidas é um indicador útil apenas para comparar empresas que atuam no mesmo setor e que tenham características semelhantes. Já o Preço/Valor Patrimonial mede quanto a ação está cotada em relação ao valor patrimonial. Quanto menor for o seu valor mais subavaliada está a ação. O problema é que a empresa pode não estar obtendo retorno sobre o patrimônio líquido, que é o que interessa ao acionista, além disso, o patrimônio pode estar sub ou supervalorizado em função das distorções provocadas pela inflação. Finalmente, o *Enterprise Value* /EBITDA é muito utilizado por investidores estrangeiros. O *Enterprise Value* é a soma do valor de mercado da empresa mais os empréstimos e financiamentos. Ele indica qual o prazo para o retorno do capital total (próprio e de terceiros), assumindo-se que a empresa tem uma geração de caixa equivalente a indicada pelo EBITDA.

Além dos indicadores acima mencionados, a política de dividendos da empresa também é analisada. Existem, basicamente, duas políticas de distribuição de dividendos. A primeira é distribuir o mínimo de dividendos, reaplicando o lucro ao máximo. Isso ocorre com empresas em fase de crescimento acelerado, com projetos de expansão que requerem alto índice de retenção de lucros. A segunda política é de distribuir o máximo de dividendos, reaplicando um mínimo, muito comum em empresas maduras e de grande porte, com projetos de expansão moderados e capazes de distribuir porções generosas de seus lucros.

Se o investidor dá prioridade ao ganho de capital, deve procurar as empresas emergentes, cujos projetos de investimentos podem propiciar taxas elevadas de crescimento nos lucros, estimulando a valorização das ações na bolsa de valores, sabendo ele que esse investimento apresenta riscos maiores. Caso contrário, o recomendável é aplicar na compra de ações de empresas maduras com maiores expectativas de distribuição de lucros via dividendos. Outro indicador importante é o grau de liquidez de uma ação em bolsa, dado pela capacidade dela ser comprada ou vendida. Uma ação de alta liquidez pode ser comprada ou vendida na quantidade desejada, de imediato, ao preço de mercado (sem que o preço varie significativamente).

Mais recentemente, um indicador tem sido muito utilizado pelos analistas: é o MVA (*Market Value Added*). Na busca pela determinação do valor real de uma ação, os analistas descobriram, em 1995, que o produto mais valioso do mundo era composto de água, açúcar e alguns condimentos especiais, sendo vendido há cerca de 100 anos em todo mundo, pelo nome de Coca-Cola. Em 1994, sua produtora valia 61 bilhões de dólares, mais do que empresas de computadores e de aviação, por exemplo. Esse valor foi determinado pelo sistema MVA por uma consultoria de investimentos de Nova York, a Stern Stewart & Co. O MVA indica se uma companhia aumentou ou diminuiu o capital que recebeu dos acionistas, mais o que tomou emprestado no mercado financeiro. Ou seja, avalia-se se os executivos dessa companhia criaram ou destruíram riquezas para os acionistas.

A utilização deste conceito faz com que os administradores da companhia atuem visando maximizar os ganhos dos acionistas. Para se calcular o MVA, usa-se a seguinte fórmula: $MVA = A - B$, onde A é o valor de mercado da companhia, ou seja, a cotação das ações da empresa na bolsa de valores multiplicada pelo número total de ações. Já B é a soma de todos os lucros reinvestidos na companhia, mais os capitais recebidos de acionistas e empréstimos do mercado financeiro, as despesas com P&D (Pesquisa e Desenvolvimento), treinamento de pessoal e *leasing*.

Esse cálculo do MVA é feito para períodos superiores a dois anos. O MVA é classificado como positivo quando a empresa cria mais riqueza do que destrói, ou seja, ela

empresa cria capital com o que obteve dos acionista e do mercado financeiro. O MVA é considerado neutro quando a empresa não cria nem destrói capital dos acionistas e do mercado financeiro. Por fim, ele é negativo se a empresa destrói mais capital do que cria, ou seja, ela gera retornos decrescentes para o capital dos acionistas e do mercado financeiro.

Já que o MVA dá apenas uma visão de longo prazo, os analistas trataram de desenvolver um indicador que fornecesse uma medida de desempenho mais imediata. Esse indicador, elaborado pelos pesquisadores da Stern Stewart & Co, é o EVA (*Economic Value Added*). Ele determina se, a cada ano a empresa está ou não ganhando dinheiro suficiente para pagar o custo real do capital que ela administra. Para se calcular o EVA, usa-se a fórmula: $EVA = A - B$, onde A é lucro líquido da companhia, menos os impostos pagos, e B a soma de todos os capitais (próprio e de terceiros) investidos na empresa durante o ano. O EVA, assim como MVA, confere às empresas as mesmas classificações de desempenho (positivo, neutro ou negativo).

Diferentemente da Análise Fundamentalista, a Análise Técnica estuda os movimentos passados dos preços e dos volumes de negociação de ativos financeiros, com o objetivo de fazer previsões sobre o comportamento futuro desses preços. Essa análise é feita através do estudo de gráficos, sendo que a preocupação do analista técnico é apenas com as tendências de alta ou de baixa do mercado. Nesse tipo de análise não existe preocupação com os fatores externos, como na análise fundamentalista. Ela teve início com Charles Dow, editor do *Wall Street Journal*, nos primórdios do século XX. A idéia básica é que as ações negociadas seguem uma tendência de alta ou baixa. Logo, o estudo do mercado acionário exige a construção de uma média da evolução dos preços, através de uma amostra representativa de ativos. Daí o surgimento, nos Estados Unidos, do conhecido índice Dow-Jones, que até hoje é o indicador geral mais acompanhado pelo público. No Brasil, em particular na Bolsa de Valores de São Paulo, utiliza-se o índice Bovespa, que representa a tendência dos preços das ações negociados naquela bolsa de valores.

Para Dow a tendência de alta das ações seria caracterizada por três fases:

- A Fase de Acumulação, na qual os investidores muito bem informados começam a adquirir lotes significativos de ações sem provocar grandes alterações nos preços;
- A Fase Intermediária, quando começa a ocorrer uma alta sensível nos preços e nos volumes negociados;
- A Fase Final, momento no qual os investidores bem informados começam a vender suas posições adquiridas na fase de acumulação.

A tendência de baixa das ações também se caracterizaria por três fases:

- A Fase de Distribuição, quando os preços começam a apresentar pequenos recuos e o volume de negociação aumenta;
- A Fase Intermediária, na qual os preços das ações apresentam quedas significativas e os investidores começam a se desfazer de suas posições;
- A Fase Final, marcada por uma certa estabilização nos preços das ações, tornando o mercado menos volátil.

A análise do investimento em ações é importante não só para a tomada de decisões do investidor. Ela serve também de referência para os diversos agentes econômicos observarem o comportamento do mercado, como, por exemplo, os momentos de sobrevalorização, de alta volatilidade e/ ou de problemas com as variáveis fiscais/monetárias/cambiais. Essa instabilidade e a volatilidade do mercado de capitais, particularmente nos países emergentes, se intensificou a partir da globalização financeira. Esse fenômeno e suas implicações no Brasil serão tratadas no capítulo seguinte.

3 Globalização Financeira e Mercado de Capitais no Brasil

3.1 Determinantes da Globalização Financeira

A globalização financeira tem sido muito importante para o aumento dos fluxos de capital, principalmente de curto prazo, nos países em desenvolvimento como Brasil, Argentina, México, Coréia do Sul, Hong Kong e Rússia. A face mais visível dessa globalização é a expansão extraordinária dos fluxos financeiros internacionais, viabilizada, entre outras coisas, pelo acirramento da concorrência nos mercados internacionais de capitais, entre os bancos e os chamados não-bancos, pela maior integração entre os sistemas financeiros nacionais, permitida pela desregulamentação dos mercados, pelo desenvolvimento da telemática e pela crescente importância dos investidores institucionais (Guerra 1999).

Tabela 1
Investimento Internacional em US\$ bilhões
1987 - 1996

Fonte\ Ano	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Empréstimos										
Bancários	91,7	125,5	124,5	121,1	116	117,9	136,7	236,2	368,4	344
Investimento de										
Portfólio	303,4	329,4	351,3	317,3	420,4	493,6	677,8	731,6	889,9	1253
Emissão de bônus	180,8	227,1	255,7	229,9	308,7	333,7	481	428,9	460,6	700
Euronotas	102,2	93,2	81,6	73,2	87,9	134,6	160,2	257,8	388,3	500
Emissão de ações	20,4	9,1	14	14,2	23,8	25,3	36,6	44,9	41	53
Investimento Externo										
Direto	135	168	200	211	158	170	208	226	315	380
Empréstimos +										
Investimento de										
Portfólio	395,1	454,9	472,4	441,8	536,4	611,5	814,5	967,8	1258,3	1597
Investimento										
Internacional										
(portfólio + direto)	438,4	497,4	551,3	528,3	578,4	663,6	885,8	957,6	1204,9	1633
Empréstimos +										
Investimentos	530,1	622,9	672,4	652,8	694,4	781,5	1022,5	1193,8	1573,3	1977

Fonte: (Baumann, 1998:148)

Como mostra a tabela 1, esses fluxos financeiros internacionais se apresentam de diversas formas. Cabe destacar que diferentemente do investimento direto, os empréstimos e os investimentos de portfólio – compra de ações e de títulos públicos e privados – buscam as melhores taxas de juro em menores intervalos de tempo, o que lhes rende a denominação de capital especulativo ou *hot money*.

Nos últimos dez anos, a soma dos empréstimos bancários internacionais e dos investimentos de portfólio aumentou de US\$ 395 bilhões em 1987 para US\$ 1,597 trilhão em 1996, equivalendo a uma taxa de crescimento média anual de 17%. Se agregarmos ao investimento de portfólio, os investimentos diretos, os números são mais elevados. Eles crescem de US\$ 530,1 bilhões para US\$ 1,977 trilhão (tabela 1).

No que se refere ao mercado internacional de derivativos¹, os negócios aumentaram de US\$ 560 bilhões em 1987 para US\$ 7 trilhões em 1994. O valor nacional dos contratos de derivativos, envolvendo operações nos mercados futuros e de opções de taxa de juro, moeda e índice de ações, saltou de US\$ 730 bilhões em 1987 para US\$ 9,2 trilhões em 1995, com o número de contratos negociados aumentando de 315 milhões para 1,210 bilhões neste mesmo período (Baumann, 1998:149).

Como mencionado, diversas características estão subjacentes à essa expansão dos fluxos financeiros. Além do acirramento da concorrência internacional por transações financeiras, entre bancos e outras instituições financeiras não bancárias (corretoras de valores e seguradoras etc.), grupos transnacionais passaram a atuar mais diretamente no sistema financeiro internacional, através de instituições financeiras próprias. Como se não bastasse, investidores institucionais começaram a adotar estratégias globais de diversificação de investimentos em portfólio. Ao longo dos anos 80, os fundos mútuos, as companhias de

¹ Derivativos são títulos que derivam seu valor de um ativo subjacente, ou seja, é um contrato entre duas partes para permutar ativos (de renda fixa ou variável), serviços, mercadorias e commodities em uma época especificada no futuro, a um preço acordado no presente, na data do contrato. O mercado futuro e de opções são exemplos de derivativos. O mercado futuro e de opções negociam contratos sobre o valor futuro da taxa de juros, taxa de câmbio, índice da bolsa de valores e ações.

seguros e os fundos de pensão dos países desenvolvidos defrontaram-se com a instabilidade das taxas de juros e de câmbio e com os próprios limites de expansão dos seus mercados de capitais. Em vista disso, eles tratam de dar uma maior dispersão geográfica às suas aplicações. Isso se refere não só ao aumento dos investimentos cruzados entre países desenvolvidos, mas também a uma maior penetração em mercados de capitais de países em desenvolvimento.

Por fim, surgiram diversos mercados emergentes de capitais, situados em todos continentes como, por exemplo, Cingapura, Hong Kong, Indonésia, Seul, Kuala Lumpur e Índia na Ásia, São Paulo, Buenos Aires, Santiago e Cidade do México na América Latina, Varsóvia, Budapeste e Moscou na Europa. Isto facilita a diversificação global dos investimentos, que tem como requisito a desregulamentação dos mercados, de modo a permitir um maior integração dos sistemas financeiros internacionais.

Essa integração se verifica quando ativos financeiros emitidos por residentes está em posse de não-residentes. Nos cinco primeiros anos da década de 90, a emissão de bônus nos mercados de capitais dos países desenvolvidos cresceu uma taxa média anual de 9%, enquanto a emissão de bônus no mercado internacional de capitais, por esses mesmos países, cresceu 12%. Outro exemplo é a participação de títulos estrangeiros na carteira dos fundos de pensão norte-americanos, que aumenta de 0,7% em 1980 para 10,3% em 1993. Nos fundos de pensão britânicos, esse aumento foi de 10,1% em 1980 para 19,7% em 1993 (Baumann, 1998:150).

Do ponto de vista ideológico, a gênese dessas mudanças é associada por Baumann (1998) à ascensão das idéias liberais ao longo dos anos 80, que resultou numa onda de desregulamentação do sistema financeiro em escala global. Esse processo já tinha sido observado na década de 70, em alguns países desenvolvidos, como resultado da própria pressão por maior liberdade para o capital, após a ruptura do sistema de Bretton Woods, motivada pelo abandono unilateral dos Estados Unidos do lastreamento do dólar ao ouro. Essa ruptura foi acompanhada pela instabilidade nas taxas de juros e câmbio, estimulando a crise econômica nos anos 70. Em alguns países em desenvolvimento da América Latina, que ainda em meados dos anos 90 defrontavam-se com as seqüelas da crise do endividamento externo, a reorientação da estratégia e da política governamental foi também na direção da liberalização

cambial e da desregulamentação financeira. A necessidade de atrair capitais, para sustentar planos de estabilização ancorados na combinação abertura / valorização cambial e a forte pressão internacional, materializada no chamado “Consenso de Washington”, impõem esta opção liberalizante.

No plano institucional, a criação do mercado de euromoedas nos anos 50 e seu desenvolvimento nas décadas de 60 e 70 foram fundamentais para a configuração do atual sistema financeiro internacional. A instabilidade provocada pela ruptura do sistema de Bretton Woods e pelas políticas monetária e cambial dos países desenvolvidos, a partir de então, provocaram um processo de inovação e adaptação institucional. Frente aos novos riscos e incertezas, foram desenvolvidos novos instrumentos financeiros de proteção. O exemplo de maior destaque é o desenvolvimento do mercado de derivativos de moedas e taxas de juros.

A questão tecnológica é também de grande importância no entendimento de tais mudanças. A interconexão *on-line*, abrangente e acessível, em qualquer ponto do globo, torna-se possível devido ao notável progresso das inovações telemáticas (inovações nas telecomunicações com o uso da informática) e aos avanços na capacidade de processar, armazenar e transmitir informações. Em consequência, assiste-se a uma extraordinária redução nos custos operacionais e de transação em escala global. As operações financeiras tornaram-se significativamente mais baratas, ao mesmo tempo em que caem os custos de coleta de informação e de monitoramento dos mercados de capitais. Isso permite a qualquer pequeno agente operar, direta ou indiretamente, nos diversos mercados mundiais (Coutinho, 1992).

Por último, um comentário mais geral associado à formatação de políticas econômicas adotadas pelos países desenvolvidos ao longo dos últimos anos, principalmente em relação às taxas de juros e ao próprio desenvolvimento capitalista recente. A partir do final dos anos 70, as taxas de juros reais aumentaram significativamente nos países desenvolvidos. A taxa média de juros reais de longo prazo dos Estados Unidos, Alemanha, França e Reino Unido, que fora de 1,7% no período de 1956 a 1973, e zero no período de 1974 a 1980, aumentou para 5,1% no período de 1981 a 1993 (Baumann, 1998:152). Com isto, há um incentivo para investimentos financeiros nos mercados de capitais dos países desenvolvidos,

inclusive por parte de não-residentes nesses países desenvolvidos, que buscam se beneficiar de diferenciais de taxas de juros.

A política monetária restritiva tornou-se a opção preferencial dos governos dos países desenvolvidos, para manter sob controle a inflação a partir do início dos anos 80. Isso tem estimulado um deslocamento de capitais da esfera produtiva para a esfera financeira. A rentabilidade financeira tornou-se muito maior do que a taxa de lucros nos países desenvolvidos nos anos 80 e início dos anos 90. Um exemplo disso, é que em 1990 a taxa média de lucro na indústria dos Estados Unidos, Japão, Alemanha, Reino Unido e França era de 3,5%, enquanto a taxa média de rentabilidade financeira foi de 12,1% (Baumann, 1998: 152)

Em termos do desenvolvimento capitalista, a globalização financeira é vista por alguns autores como parte integrante de um movimento de acumulação em escala global caracterizado pela dificuldade de expansão do lado real da economia. A respeito disso há duas questões importantes. A primeira envolve o menor potencial de crescimento dos mercados domésticos dos países desenvolvidos, ricos em capital. Isto é, trata-se do problema clássico de realização do capital. Como resultado, há um deslocamento de recursos da esfera produtiva real para a financeira e, portanto, um efeito de expansão dos mercados de capitais doméstico e internacional. Isto seria medido pela redução significativa da taxa de crescimento do produto potencial dos países desenvolvidos nos anos 80 e início dos 90, em relação as décadas de 60 e 70. No caso dos Estados Unidos, a taxa média anual do crescimento potencial reduz-se de 3,8%, na década de 60, para 2,3% no período de 1990 a 1994. No caso da Alemanha, a queda foi de 4,1% para 2,7% e no Japão a redução foi de 8,8% para 3,3% (Baumann, 1998:152).¹

A segunda questão trata do processo de reestruturação produtiva dos últimos 15 anos, principalmente na Europa e nos Estados Unidos que, entre outras coisas, tem estimulado um forte movimento de fusões e aquisições de empresas, envolvendo grandes fluxos financeiros

¹ Krugman (1997) discorda desta visão. Por não ser o objetivo desta monografia não será apresentada a visão do mesmo.

internacionais. A revitalização do projeto de união européia, a partir de 1985, e a reestruturação econômica norte-americana, para enfrentar a perda de competitividade internacional, principalmente em relação aos japoneses, foram igualmente importantes no movimento internacional de capitais em direção a esses pólos de acumulação do sistema econômico mundial.

3.2 Liberalização Cambial e Desregulamentação Financeira no Brasil.

Segundo Baumann (1996), o sistema financeiro internacional tem se caracterizado por três fenômenos marcantes nos últimos anos. O primeiro é a globalização financeira, tratada anteriormente. O segundo fenômeno, observado em muitos países em desenvolvimento, é a maior liberalização cambial ou conversibilidade. Finalmente, o terceiro é a crescente vulnerabilidade externa, principalmente, de países em desenvolvimento que implementaram processos de estabilização e ajuste centrados em uma profunda e ampla articulação com o sistema financeiro internacional. A articulação desses três fenômenos foi de extrema importância para que ocorresse um aumento de investimentos nas bolsas de valores de países em desenvolvimento, como o Brasil.

A liberalização cambial deve ser vista em termos tanto do acesso ao mercado de divisas (conversibilidade da moeda), como do processo de determinação da taxa de câmbio. O acesso ao mercado de divisas pode ser livre ou limitado pelo tipo e altura das barreiras à entrada e saída, ou seja, uma maior conversibilidade envolve um acesso mais livre ao mercado de divisas ou uma menor restrição na compra e venda de moeda estrangeira. Já a determinação da taxa de câmbio vai depender do regime adotado pelas autoridades monetárias, que pode ser de livre flutuação, de câmbio fixo ou de flutuação administrada (bandas cambiais).

Já a vulnerabilidade externa significa uma baixa capacidade de resistência do país frente à influência de fatores desestabilizadores externos, ou seja, significa uma fragilização do país frente a choques externos. A vulnerabilidade tem duas dimensões igualmente importantes. A primeira envolve as opções de resposta com os instrumentos de política disponíveis e a segunda incorpora os custos de enfrentamento ou de ajuste face aos eventos externos. Assim, a vulnerabilidade externa é tão maior quanto menores forem as opções de política econômica disponíveis e quanto maiores forem os custos do processo de ajuste na economia.

A liberalização cambial no Brasil tem sido marcada pela redução de barreiras, isto é, maior acesso ao mercado de divisas tanto pelo lado da oferta como da demanda. No que se refere a determinação da taxa de câmbio, se observou, mais recentemente, uma tentativa fracassada de câmbio flutuante, em março de 1990, um câmbio inicialmente flutuante na partida do Plano Real, em junho de 1994, e a partir de 1995, um câmbio administrado, com maior ou menor grau de intervenção. Esta discricionariedade ocorreu em função dos múltiplos objetivos da política cambial, que com maior ou menor importância, foram perseguidos nestes anos, a saber: manter competitividade das exportações; recuperar ou acumular reservas internacionais; e usar a apreciação cambial como instrumento de política antiinflacionária.

Em termos institucionais, a liberalização cambial no Brasil tem se materializado numa série de medidas. A criação do segmento de câmbio de taxas flutuantes, em dezembro de 1988, pela resolução Nº 1.552 do BACEN (Banco Central do Brasil), para as transações relativas a viagens internacionais, marcou o início de um amplo e profundo processo de liberalização cambial. A criação deste segmento permitiu, em uma situação de grave crise cambial, que já em 1989 outros tipos de transações fossem sendo incorporadas no mesmo, como por exemplo, viagens de negócios, despesas com educação e saúde, uso do cartão de crédito internacional e transferências unilaterais. Ou seja, passaram a ser realizadas neste segmento, operações que eram anteriormente proibidas, ampliando assim os limites de operações cambiais (Baumann, 1996).

Ainda no que concerne à criação do segmento de câmbio flutuante, autorizou-se que qualquer banco comercial operasse neste segmento e ampliou-se os limites da posição comprada e vendida dos bancos no mercado de câmbio, não sendo necessária a identificação do vendedor. Isso permitiu uma ampliação da oferta de divisas neste mercado, oriunda não somente do mercado paralelo, mas também de depósitos de brasileiros no exterior. Criou-se assim, uma espécie de ponte com o mercado paralelo e com os capitais de brasileiros aplicados no exterior. (Baumann, 1996).

A oferta de divisas ampliou-se, também, através da utilização da chamada CC5 (Carta Circular Nº 5 do BACEN, de 27 de fevereiro de 1969). Ela é uma conta corrente normal

em moeda nacional, que pode ser movimentada com cheque ou cartão magnético, desde que os titulares da conta, pessoas físicas ou jurídicas, comprovem endereço ou sede no exterior. As contas CC5 foram criadas com o objetivo de facilitar a movimentação de dinheiro por estrangeiros no Brasil, embora fosse proibido fazer remessas para o exterior dos saldos remanescentes. Essa proibição durou até dezembro de 1989, quando a Resolução 1.552 permitiu que pessoas jurídicas financeiras remetessem dólares para o exterior, inclusive os saldos remanescentes. A mobilidade de capitais que a CC5 permite, estimula, a depender da conjuntura, o investimento externo de não-residentes no Brasil, e a repatriação de capitais. Buscou-se também, através de diversas medidas, facilitar a remessa de divisas para o exterior. Dentre essas medidas pode-se mencionar a eliminação do imposto de renda suplementar sobre a remessa de lucros e dividendos, a redução do imposto sobre as remessas de 25% para 15%, as menores exigências administrativas, e a revogação da proibição de pagamento de *royalties* e assistência técnica entre matriz e filial. (Baumann, 1996:140)

Mais recentemente, a liberalização avançou, estimulando a demanda por divisas. Novas regras foram divulgadas, em agosto e setembro de 1994, após o Plano Real, com o intuito de facilitar os investimentos brasileiros no exterior, via mercado de câmbio de taxas flutuantes. Isto é feito através dos Fundos de Investimento no Exterior (FIEEX) para brasileiros. Bancos múltiplos, comerciais e de investimentos, corretoras e distribuidoras administram esses fundos no exterior, sendo que na carteira dos mesmos deve haver um mínimo de 60% de títulos da dívida externa brasileira (Baumann, 1996:140).

No que se refere à captação de recursos externos, cabe destacar duas mudanças importantes. Em primeiro lugar, houve um aumento extraordinário de lançamento de títulos denominados em moeda estrangeira (*bônus, commercial papers e export notes*) por parte de empresas brasileiras. Em segundo lugar, houve uma expansão igualmente extraordinária da entrada de investidores internacionais no mercado de capitais brasileiro, a partir de maio de 1991.

[G1] Comentário:

O principal determinante para o crescimento da captação via emissão de títulos e *bônus*, no caso brasileiro, foi a política de juros altos, que resultava numa elevação do

diferencial entre as taxas de juro doméstica e internacional. Esta política torna-se evidente em outubro de 1991, quando também houve uma desvalorização de 14,1% da moeda nacional. O baixo nível de endividamento das empresas brasileiras, assim como a menor seletividade do mercado internacional de capitais, à época, também contribuíram para crescimento (Baumann, 1996:141).

Quanto às aplicações de capital de risco em bolsa de valores no Brasil, houve uma mudança na regulamentação específica. Em 1991 foram feitas alterações na Resolução Nº 1.289 do BACEN, de 20 de março de 1987, que disciplina o funcionamento de Sociedades de Investimento, Fundos de Investimento e Carteira de Títulos e Valores Mobiliários constituídos com base no capital estrangeiro. A principal alteração foi a instituição do Anexo IV, que reduz as restrições quanto à composição de carteiras e os prazos mínimos de permanência no país, e permite a livre movimentação do capital externo nas bolsas brasileiras, incluindo a possibilidade dos investidores institucionais estrangeiros operarem com derivativos financeiros. Já a Resolução Nº 2.028, de 25 de novembro de 1993, foi instituída com o mesmo objetivo do Anexo IV, só que visando desregular a atuação do Fundos de Renda Fixa de capital estrangeiro no Brasil.

Baumann (1996), tratou de identificar vantagens e desvantagens, decorrentes do processo de liberalização e desregulamentação financeira ocorrida no Brasil. A criação de oportunidades para o desenvolvimento do sistema financeiro nacional, inclusive, através da especialização na produção e importação de serviços financeiros, a expansão das transações gerando economias de escala e estimulando a concorrência e, conseqüentemente, a produtividade do setor, o maior acesso ao mercado financeiro internacional, permitindo que, principalmente em uma situação de escassez de crédito de longo prazo, as empresas tenham uma fonte alternativa de financiamento a custos mais baixos, e a maior possibilidade, para empresas e indivíduos, diversificarem seus portfólios, protegendo-se assim de flutuações da economia doméstica, fariam parte das vantagens.

No que se refere as desvantagens, ele destaca a maior volatilidade da taxa de câmbio e das reservas internacionais e a maior variabilidade dos preços de ativos financeiros na

economia brasileira. A maior volatilidade cambial vem, geralmente, acompanhada por uma tendência de apreciação cambial, e pode ter diversas conseqüências negativas sobre o lado real da economia. O aumento dos riscos e incertezas, no que se refere às transações internacionais, repercute diretamente nas atividades de exportação e importação e, como resultado, afeta a composição e os níveis de produção, emprego e investimento. O nível geral de preços pode ser também afetado pela volatilidade e pelo desalinhamento cambial, na medida em que os agentes econômicos fazem reajustes de preços para compensar o risco cambial.

Essa mesma tendência de volatilidade da taxa de câmbio obriga o governo a fazer intervenções mais freqüentes no mercado para atenuá-la, o que exige um volume maior de reservas internacionais. Neste sentido, há um custo de oportunidade que é dado pelo diferencial de taxa de retorno do capital estrangeiro aplicado no país e a taxa de juro internacional que remunera as reservas. Surge também um problema de ajuste na composição do passivo externo (composto de dólares), frente a uma geração de divisas via exportação, que é mais diversificada em termos de moedas conversíveis internacionalmente.

Deve-se mencionar também a questão do uso de poupança doméstica para financiar investimentos no exterior. A preocupação central é que, principalmente no caso de países em desenvolvimento, com reduzido nível de poupança, os investimentos no exterior, por parte de residentes, comprometam a capacidade de crescimento do país. No que se refere à propriedade de ativos reais e financeiros, o argumento é que a presença do capital estrangeiro e a mobilidade internacional de capitais implicam não somente uma maior variabilidade dos preços desses ativos, como também a transferência de decisões quanto ao uso desses ativos. A estabilização macroeconômica pode também ficar comprometida com os fluxos de capitais especulativos e desestabilizadores, no caso de ausência de controles desses fluxos. Assim, a liberalização cambial e a abertura da conta de capital implicariam numa redução do grau de autonomia das políticas macroeconômicas nacionais.

Na prática, os principais efeitos macroeconômicos da liberalização cambial no Brasil foram a apreciação cambial, acumulação de reservas internacionais e o aumento do juro interno e da liquidez, cujo enxugamento passou a exigir o lançamento de títulos públicos. Esse

aumento do juro interno, como forma de criar diferenciais e estimular um influxo de capitais externos, é mostrado na tabela 2. Esses diferenciais induziram residentes a tomarem recursos no exterior e não-residentes a investirem no país.

Tabela 2
Taxa de Juros Interna e Externa em (%)
(1992-1994)

	1992	1993	1994
Taxa de juro externa			
média mensal	0,32	0,28	0,35
Anualizada	3,9	3,41	4,28
Taxa de juro interna			
média mensal	3,01	1,52	2,34
Anualizada	42,74	19,84	31,99
Diferencial de taxas de juro interna e externa			
média mensal	2,69	1,24	1,99
Anualizada	37,51	15,93	26,67

Fonte: (Baumann, 1996:146)

Na medida em que esses fluxos internacionais de capitais para o Brasil, não se limitaram a financiar déficits em transações correntes, houve um importante acúmulo de reservas internacionais até o último trimestre de 1994, quando ocorre a crise do México, uma pouco contestada apreciação cambial. O crescimento das reservas internacionais do Brasil é um fato inusitado. Em outubro de 1991, no contexto de uma grave crise cambial, estas reservas eram de US\$ 7 bilhões de dólares. Um ano depois, elas ultrapassavam US\$ 19 bilhões, chegando em junho de 1994, nas vésperas da implantação do Plano Real, a mais de US\$ 40 bilhões. Na tabela 3, fica clara a política do governo para acumulação de reservas, via aumento do diferencial de taxas de juros. Essa política foi fundamental, para a adoção da âncora cambial, que sustentaria o Plano Real de combate à inflação.

Tabela 3
Variação na Taxa de Juros para Acumulação de Reservas Internacionais
(1992 - 1994)

Período	Reservas Internacionais Em US\$ milhões (a)	Libor Anual (%) (b)	Libor Mensal (%) (c)	Taxa Overnight Mensal (%) (d)	Varição Do Câmbio No Mês (%) (e)	Taxa de Juro Real Over / Câmbio (%) (f)	Diferencial de Juro Interno e Externo (%) (g)
1992/Jan	9.682	4,24	0,34	29,10	23,50	4,53	4,19
Fev	11.081	4,27	0,35	28,80	23,60	4,21	3,86
Mar	13.741	4,56	0,37	26,90	21,90	4,10	3,73
Abr	15.162	4,31	0,35	23,90	20,50	2,82	2,47
Mai	16.919	4,11	0,34	23,00	18,90	3,45	3,11
Jun	18.109	4,13	0,34	24,30	20,90	2,81	2,47
Jul	18.941	3,66	0,30	26,20	22,00	2,95	2,66
Ago	18.932	3,55	0,29	25,60	22,00	2,95	2,66
Set	17.682	3,36	0,28	27,70	24,70	2,41	2,13
Out	19.366	3,44	0,28	28,20	25,50	2,15	1,87
Nov	19.883	3,82	0,31	26,40	23,80	2,10	1,79
Dez	19.008	3,72	0,30	25,90	24,40	1,21	0,90
1993/Jan	18.779	3,49	0,29	28,50	26,90	1,26	0,97
Fev	18.493	3,37	0,28	28,90	26,30	2,06	1,78
Mar	17.960	3,36	0,28	28,40	26,50	1,50	1,23
Abr	17.816	3,34	0,27	30,50	28,50	1,56	1,28
Mai	18.661	3,35	0,27	30,90	29,20	1,32	1,04
Jun	18.814	3,49	0,29	31,90	30,30	1,23	0,94
Jul	19.619	3,51	0,29	32,70	31,00	1,30	1,01
Ago	20.277	3,47	0,28	34,60	33,00	1,20	0,92
Set	20.116	3,38	0,28	37,20	35,30	1,40	1,13
Out	22.229	3,39	0,28	38,40	35,90	1,84	1,56
Nov	24.290	3,52	0,29	38,40	35,60	2,06	1,78
Dez	25.878	3,49	0,29	40,40	38,20	1,59	1,31
1994/Jan	29.138	3,43	0,28	42,80	40,60	1,56	1,28
Fev	30.525	3,74	0,31	42,00	39,00	2,16	1,85
Mar	32.295	4,16	0,34	46,40	43,30	2,16	1,82
Abr	35.062	4,56	0,37	46,50	42,58	2,75	2,38
Mai	38.270	4,93	0,40	47,90	44,00	2,71	2,31
Jun	40.131	5,00	0,41	50,60	46,65	2,69	2,29

Fonte: Baumann (1996:151)

- (a) Reservas prontamente disponíveis em posse do BACEN.
- (b) Taxa de juro anual em dólar Libor norte-americano 6 meses.
- (c) Taxa de juro mensal em dólar Libor norte-americano 6 meses.
- (d) Taxa de juro sobre títulos federais (overnight) taxa mensal.
- (e) Variação Nominal do câmbio (moeda nacional/US\$) no mês.
- (f) Taxa de juro interna no mês (deflacionada pela variação nominal do câmbio).
- (g) Diferencial entre taxa de juro interna e externa.

Baumann (1996:150) destaca que o diferencial de taxa de juro não foi o único fator que estimulou a captação de recursos externos, na medida em que ocorreram mudanças importantes, como visto, nos mecanismos de captação. Dentre essas mudanças, a de maior destaque refere-se ao Anexo IV do BACEN, já comentado. Em 1993, o Anexo IV representou 99% dos investimentos externos no mercado de capitais. Em março de 1994, o saldo de aplicações (ingressos menos saídas) era de US\$ 14,507 bilhões, tendo a carteira de valores mobiliários dos investidores externos no mercado de capitais a seguinte composição: ações (78,3%), debêntures (13,3%), derivativos (4,9%) e moedas de privatização (3,4%).

Em 1994, as aplicações via Anexo IV bateram um recorde mensal em termos de ingresso líquido, chegando a US\$ 12,260 bilhões, enquanto o valor dos ativos nas carteiras dos investidores institucionais era de US\$ 21,3 bilhões. Esse diferencial é explicado pela elevada rentabilidade do mercado de capitais brasileiro. No período de janeiro a agosto de 1994, o Índice Bovespa cresceu 1.326,3%, enquanto a variação cambial do período foi de 784,7%, isto é uma valorização média na bolsa de 61,2% em termos de dólar. No mês de agosto de 1994, a participação de investidores estrangeiros na Bovespa chega a 24,6% do volume total (Baumann 1996:152). Os investimentos de portfólio, em seu conjunto, saltaram de US\$ 171 milhões em 1991 para US\$ 21,6 bilhões em 1994 (Tabela 4).

Tabela 4

Captação de Recursos Externos em US\$ milhões

Discriminação	1991	1992	1993	1994
Total	11.627	17.791	32.667	43.073
1) Investimentos	1.455	5.188	15.928	27.214
1.1 – Portfólio	760	3.864	14.971	21.600
1.2 – Diretos	695	1.324	877	2.241
2) F.R. Fixa	-	-	80	1.434
3) Fundos de Privatização	-	-	-	1.939

Fonte: Baumann (1996:154)

Apresentados os impactos da liberalização cambial e da desregulamentação financeira sobre os investimentos externos, principalmente de portfólio, no Brasil, o próximo passo é examinar as instituições que compõem o mercado de capitais brasileiro.

3.3 As Instituições no Mercado de Capitais Brasileiro

As principais instituições que participam ao mercado de capitais no Brasil são: os Banco Múltiplos, os Bancos de Investimento, as Sociedades Corretoras e Distribuidoras, as Companhias de Seguro e as Bolsas de Valores.

Os Bancos Múltiplos, criados em 1988, pela Resolução N° 1.524 do BACEN, podem operar simultaneamente, carteiras de banco comercial, de investimento, de crédito imobiliário, de crédito, financiamento e investimento, de arrendamento mercantil (*leasing*) e de desenvolvimento, constituindo-se assim em uma única instituição financeira de carteiras múltiplas. Os bancos múltiplos de grande porte, apresentam normalmente, grande número de carteiras operacionais. Já os de menor porte podem especializar-se em determinada área de atuação, ganhando todavia a liberdade de operar – especialmente na ponta de captação – como banco comercial, facilitando sobremaneira suas operações ativas.

Os bancos de investimento são especializados em operações de participação ou financiamento, a médio e longo prazos, para suprimento de capital fixo ou de giro, mediante a aplicação de recursos próprios e de captação. Essa captação pode ser feita através de recibos ou certificados de depósitos a prazo (RDBs e CDBs). Além do apoio financeiro às empresas, os bancos de investimento estão capacitados, pela sua estrutura técnica, a oferecer uma série de serviços, como assessoria na realização de negócios e projetos, *leasing* financeiro, administração de fundos de investimento, de ações, e de clubes de investimento, e operações de lançamentos de títulos e de subscrição de ações, tanto no mercado local como no exterior.

As sociedades corretoras são instituições financeiras constituídas como sociedades anônimas ou sociedades por quotas de responsabilidade limitada. Sua principal função é intermediar a compra e a venda de títulos e valores mobiliários, propiciando negociabilidade adequada através de operações realizadas em recinto próprio (pregão da bolsa de valores). Elas exercem o papel de unificadoras do mercado, dando segurança ao sistema e liquidez aos títulos transacionados. Suas principais atividades são:

- Comprar, vender e distribuir títulos mobiliários, por conta de terceiros, e efetuar lançamento público de ações (*underwriting*);
- Encarregar-se da administração de carteiras de valores e da custódia de títulos e valores mobiliários;
- Instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento; e
- Intermediar a compra e venda de moeda estrangeira nas atividades de importação e exportação, bem como no mercado flutuante de moeda estrangeira.

As sociedades distribuidoras, por sua vez, possuem como principais atribuições :

- Subscrever e intermediar, isoladamente ou em consórcios, emissões de títulos ou valores mobiliários para revenda;
- Operar no *Open Market* (compra e venda de títulos públicos), desde que satisfaça às condições exigidas pelo Banco Central do Brasil; e
- Instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento.

Já as companhias de seguro são empresas administradoras de risco, com obrigação de pagar indenizações se ocorrerem perdas e danos nos bens segurados. Elas operam com dois ramos básicos. O primeiro é o ramo elementar, que garante eventuais perdas e danos que possam afetar pessoas, bens, obrigações, garantias e direitos. O segundo é chamado de ramo vida, que garante benefícios ou rendas, tendo em vista a duração da vida humana.

Por último, tem-se as bolsas de valores que, de acordo com o disposto na Resolução N° 1.656/89 do CMN, constituem-se em associações civis, sem fins lucrativos, tendo por objetivo social, entre outros, manter local adequado ao encontro de seus membros e à realização, entre eles, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado por seus membros e pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Atualmente no Brasil, existem nove bolsas de valores:

- Bovespa - Bolsa de Valores de São Paulo;
- Bolsa de Valores do Rio de Janeiro;
- Bolsa de Valores Bahia Sergipe Alagoas;
- Bolsa de Valores do Extremo Sul;
- Bolsa de Valores de Minas Gerais Espírito Santo Brasília;
- Bolsa de Valores do Paraná;
- Bolsa de Valores de Pernambuco;
- Bolsa de Valores Regional;
- Bolsa de Valores de Santos.

A mais importante do Brasil, a Bovespa, é responsável por cerca de 80% do volume negociado do mercado de capitais brasileiro, e possui um total de 546 empresas inscritas. A segunda mais importante, a do Rio de Janeiro, responde por 15% dos negócios. O mais importante indicador de desempenho da bolsa paulista é o Índice Bovespa (Ibovespa). Ele é o mais representativo indicador brasileiro, pela sua tradição não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação, em 2 de janeiro de 1968 e também pelo fato acima citado de representar 80% do mercado brasileiro de ações.

O índice Bovespa é o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações que, em conjunto, representaram 80% do volume transacionado à vista nos doze meses anteriores à formação da carteira. Como critério adicional, exige-se que a ação presente, no mínimo, 80% de presença nos pregões do período. A participação de cada ação na carteira tem relação direta com a representatividade desse título no mercado à vista – em termos de número de negócios e volume em moeda corrente – ajustada ao tamanho da amostra. A finalidade básica do índice é servir como indicador médio do comportamento do mercado. Para tanto, sua composição procura aproximar-se o mais possível da real configuração das negociações à vista na Bovespa.

Para que a representatividade do índice se mantenha ao longo do tempo, quadrimestralmente é feita uma reavaliação do mercado – sempre com base nos 12 meses

anteriores – onde se identificam as alterações na participação relativa da cada ação. Feito isso, monta-se uma nova carteira, atribuindo-se a cada papel um novo peso, segundo a distribuição de mercado apurada pelo estudo de reavaliação.

A apuração do Índice Bovespa é obtida pelo somatório dos pesos (quantidade teórica da ação multiplicada pelo último preço da mesma) das ações integrantes de sua carteira teórica. A fórmula do índice é a seguinte:

$$I_{\text{Bovespa } t} = \sum_{i=1}^n P_{i,t} \cdot Q_{i,t}$$

Onde t é o índice Bovespa no instante t , n o número total de ações componentes da carteira teórica, P é o último preço da ação i no instante t , Q é a quantidade teórica da ação i na carteira no instante t . O exemplo de uma carteira teórica e o cálculo do Índice Bovespa é apresentado na tabela 5.

Tabela 5

Carteira Teórica do Índice Bovespa

(Janeiro a Abril de 1997)

Simbolo	Companhia	Tipo de Ação	Quantidade Teórica (1)	Valor/ Total (%) (2)	Preço do Lote/Ação	Preço x Quant./1000 (3)
TEL4	Telebrás	PN*	395.918,75	44,991	102,77	40.689,86
PET4	Petrobrás	PN*	30.982,38	7,283	210,00	6.586,75
ELE6	Eletrbrás	PNB*	10.814,83	5,929	495,82	5.362,19
TEL3	Telebrás	ON*	52.996,36	5,608	95,70	5.071,88
ELE3	Eletrbrás	ON*	7.648,59	4,041	477,82	3.654,68
USI4	Usiminas	PN*	2.278.296,69	3,43	1,36	3.102,09
VAL4	Vale R. Doce	PN*	116.555,66	3,311	25,69	2.994,47
CMI4	Cemig	PN*	54.652,12	2,748	45,47	2.485,29
BBD4	Bradesco	PN*	256.919,69	2,744	9,66	2.481,67
TLS4	Telesp	PN*	7.678,49	2,454	289,04	2.219,40
BRH4	Brahma	PN*	1.756,23	1,416	72,92	1.280,63
BB4	Banco Brasil	PN*	103.389,52	1,321	11,56	1.194,71
CSN3	Sid. Nacional	ON*	26.443,03	1,108	37,90	1.002,08
LIG3	Light	ON*	1.860,39	0,952	462,80	860,99
ITA4	Itaúbanco	PN*	1.300,55	0,83	577,18	750,65
CST6	Sid. Tubarão	PNB*	33.980,28	0,772	20,55	698,20
ARC6	Aracruz	PNB	310.797,10	0,746	2,17	674,68
BMT4	Brasmotor	PN*	1.614,48	0,661	370,28	597,81
BRD4	Petrobrás BR	PN*	27.774,78	0,65	21,17	587,86
SHA4	Sharp	PN*	323.811,92	0,643	1,80	581,53
TLS3	Telesp	ON*	1.922,85	0,613	288,32	554,40
WHM3	White Martins	ON*	245.860,73	0,523	1,92	473,00
CSI6	Cosipa	PNB	429.162,46	0,493	1,04	445,87
CPN5	Copene	PNA*	791,73	0,449	51,29	406,08
REP4	Refripar	PN*	126.306,46	0,421	3,01	380,75
SCO4	Sadia Concórdia	PN	361.083,25	0,41	1,03	370,80
ERI4	Ericsson	PN*	17.232,66	0,391	20,52	353,62
KLA4	Klabin	PN	287.200,31	0,391	1,23	353,62
PAL3	Paul F Luz	ON*	2.213,53	0,386	157,71	349,10
ITS4	Itaúsa	PN	332.821,66	0,368	1,00	332,82
CES4	Cesp	PN*	5.855,76	0,336	51,89	303,88
PTI4	Ipiranga Pet.	PN*	15.100,47	0,323	19,35	292,12
ACE4	Acesita	PN*	90.139,10	0,313	3,14	283,08

Continua na página seguinte.

CRU3	Souza Cruz	ON	30.176,83	0,292	8,75	264,08
PMA4	Paranapanema	PN*	17.877,80	0,283	14,32	255,95
UNI6	Unipar	PNB	417.188,69	0,272	0,59	246,00
CEV4	Ceval	PN*	20.627,28	0,266	11,66	240,57
TEP4	Telepar	PN*	273,14	0,225	74,50	203,49
CPS3	Copesul	ON*	1.957,49	0,172	79,47	155,56
BES4	Banespa	PN*	23.296,78	0,165	6,41	149,23
RIO4	Sid.Riograndense	PN*	6.650,08	0,164	22,30	148,32
PSI4	V C P	PN*	5.980,93	0,159	24,04	143,80
FAP4	Cofap	PN	13.389,28	0,152	10,27	137,47
ICP4	Cim. Itaú	PN*	282,80	0,146	46,69	132,04
DUR4	Duratex	PN*	2.650,93	0,146	49,81	132,04
BB3	Banco Brasil	ON*	10.778,58	0,145	12,17	131,14
BEL4	Belgo Mineira	PN*	1.249,02	0,118	85,44	106,72
ALP4	Alpargatas	PN*	1.239,22	0,112	81,74	101,29
BEL3	Belgo Mineira	ON*	1.054,62	0,101	86,61	91,34
Total da Carteira			6.515.556,28	100%		90415,59**

ON = Ordinária Nominativa; PN=Preferencial Nominativa

(1) Quantidade Teórica válida somente para o período de Jan a Abr/97.

(2) Participação relativa das ações na carteira com base nos valores de fechamento do pregão de 01/02/97.

(3) Corresponde aos valores parciais do Índice Bovespa médio de março de 1997.

(*) R\$/1.000 ações

(**) Corresponde ao total do Índice Bovespa médio de março de 1997.

Fonte: Brazil Company HandBook (97/98:26).

Observando a tabela 5, pode-se constatar que atualmente a carteira teórica do Ibovespa é composta por 48 ações. O cálculo do Ibovespa consiste no somatório total dos preços das ações multiplicados pelas respectivas quantidades, dividido por 1000. As quantidades teóricas de cada ação são resultantes da divisão de seu percentual, na composição no índice, pelo seu preço de fechamento no último dia do quadrimestre anterior. Essa quantidade teórica permanecerá constante pelos quatro meses de vigência da carteira. O resultado total obtido da carteira teórica é o valor do Ibovespa, que corresponde a 90.415,59 pontos. Para efeito de divulgação divide-se o valor obtido por 10, chegando-se ao Ibovespa de, aproximadamente, 9042 pontos.

Antes da conclusão desse capítulo, é importante que se faça alguns comentários sobre os chamados investidores institucionais, por eles serem os mais importantes participantes do mercado de capitais, em razão do enorme volume de recursos captado junto ao público. Eles são fundos criados e administrados por instituições financeiras (bancos múltiplos e de investimento, sociedades corretoras e distribuidoras e companhias de seguro), que para isso cobram taxas de administração e/ou de adesão. A classificação do fundo depende das necessidades e do risco que o investidor está disposto a correr. Os principais são:

- Fundos de Pensão;
- Fundos de Renda Fixa;
- Fundo de Investimento em Empresas Emergentes (FIEE);
- Fundos de *Private Equity*; e
- Fundos Mútuos

Os fundos de pensão são os maiores investidores institucionais do mercado, pois concentram grande volume de poupanças de longo prazo. O embrião dos fundos de pensão do Brasil encontra-se nas agremiações corporativas de segmentos do funcionalismo público, que se organizaram inicialmente em instituições de pecúlio e cooperativas de crédito. Nos anos 70, a idéia ganhou corpo, especialmente entre as companhias estatais, autarquias e outras repartições públicas, visando à criação de sistemas de previdência complementar, já que a previdência pública era precária. Os principais fundos públicos de pensão existentes no Brasil são o PREVI do Banco do Brasil, de longe o maior fundo, o FUNCEF da Caixa Econômica Federal, o PETROS da Petrobrás e o CENTRUS do Banco Central.

Em 1985, o patrimônio dessas instituições (públicas e privadas) era diminuto, US\$ 7,5 bilhões, equivalendo a 1,6% do PIB. Em dezembro de 1997, esse patrimônio totalizava US\$ 77,8 bilhões, cerca de 11,8% do PIB brasileiro. Quando os fundos de pensão são organizados exclusivamente para aposentadoria dos funcionários de uma determinada instituição pública ou privada, eles são chamados de fundos fechados. Se o fundo de pensão é

oferecido por uma instituições financeiras a qualquer pessoa que deseje contribuir, ele é dito aberto.

Os Fundos de Renda Fixa são, geralmente, considerados conservadores, pois suas carteiras concentram ativos de renda fixa com alta liquidez e baixo risco (títulos públicos, CDBs e RDBs de bancos de primeira linha e debêntures de empresas de primeira linha).

Os Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEE) foram criados e regulamentados pela Instrução 209 (25/03/94) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O objetivo desses fundos é capitalizar empresas com faturamento anual até R\$ 60 milhões, sendo que 75% dos recursos desses fundos devem estar investidos em ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição de ações de empresas emergentes. Os outros 25% do fundo são investidos em ativos de renda fixa.

Os Fundos *Private Equity* são parecidos com os FIEE, pois também aplicam seus recursos em empresas emergentes. A diferença é que esses fundos não limitam o faturamento das empresas que irão investir, e participam diretamente da gestão das mesmas. Esses fundos são tidos como agressivos, pois apresentam riscos elevados e baixa liquidez, dado que a negociabilidade de suas cotas é muito reduzida.

Os Fundos Mútuos são assim chamados em razão de suas carteiras poderem conter, simultaneamente, ativos de renda fixa, variável e derivativos. Os fundos mútuos mais conhecidos internacionalmente são os de ações, também chamados de fundos de carteira livre. Os principais tipos de fundos mútuos de ações são:

- Os de acumulação, que aplicam em empresas em fase de crescimento, que buscam capitalizar resultados;
- Os de renda, que aplicam em empresas que distribuem dividendos significativos;
- Os de equilíbrio, que tratam de combinar investimentos nas duas modalidades anteriores;

- Os alavancados, que aplicam em empresas com alta liquidez em bolsa e em mercados futuros e de opções (derivativos);
- Os *Blue Chip*, que limitam suas aplicações a empresas de 1ª linha, ou seja, empresas com alta liquidez na bolsa de valores;
- Os de segunda linha, que aplicam em empresas com menor liquidez em bolsa;
- Os mistos, que aplicam em ações e ativos de renda fixa;
- Os setoriais, que restringem suas aplicações a empresas de um determinado setor da economia;
- Os de índice, que só aplicam em ações de empresas que compõem um determinado índice da bolsa de valores; e
- Os especializados, que aplicam em empresas com preocupações ambientais, e/ou não investem em empresas de fumo e bebidas.

A agressividade desses investidores institucionais, nos países avançados e também no Brasil, tem aumentado. O volume crescente de recursos detido por esses fundos nos países avançados, fez com que eles buscassem novos mercados de ativos para aumentar e diversificar seus capitais. Observa-se esse movimento no Brasil, a partir da globalização e da desregulamentação do seu mercado de capitais. Além desses fenômenos, tratados anteriormente, o ingresso de capitais estrangeiros em bolsa, se intensificou significativamente a partir do Plano Real e do controle da inflação. A privatização de empresas estatais e a expectativa de melhores resultados com a gestão privada também serviu para atrair investidores. Esse e outros fatores, que contribuíram para o aumento de investimentos na Bolsa de Valores de São Paulo serão tratados no capítulo seguinte.

4 A Bovespa Pós 1994

No Brasil, antes do Plano de Estabilização e do processo de privatização, o mercado de ações era pouco conhecido pelos pequenos e médios aplicadores. Apenas grandes especuladores se arriscavam nesse mercado. Isso se devia, principalmente, à alta inflação que, dada a ineficiência de mecanismos de indexação para o valor das ações, distorcia os mesmos. A baixa liquidez das ações no curto prazo, em decorrência dessa situação, e o risco que esse mercado oferecia, afastava os investidores estrangeiros e a grande maioria dos investidores nacionais.

No caso do investidor brasileiro, ele preferia proteger seu capital aplicando no *overnight* – movido por títulos públicos com indexação diária -, poupança e outras modalidades de aplicação, como ouro, dólar, imóveis e até automóveis e linhas telefônicas. Se não bastasse isso, com a inflação alta, as corretoras de valores obtinham grandes somas de receita através das operações com câmbio, ficando a negociação com ações para segundo plano. Os bancos também ganhavam com a inflação alta e os fundos de investimentos não eram uma forma de aplicação muito popular.

Com a estabilização, o mercado de capitais brasileiro ganhou um novo impulso. A partir de junho de 1994, cresceram as aplicações feitas por brasileiros e estrangeiros no mercado acionário, principalmente através dos fundos de investimento, se comparado com os anos anteriores. A tabela 6 mostra o aumento dos negócios na Bovespa.

Tabela 6
Comportamento dos Juros e da Bovespa

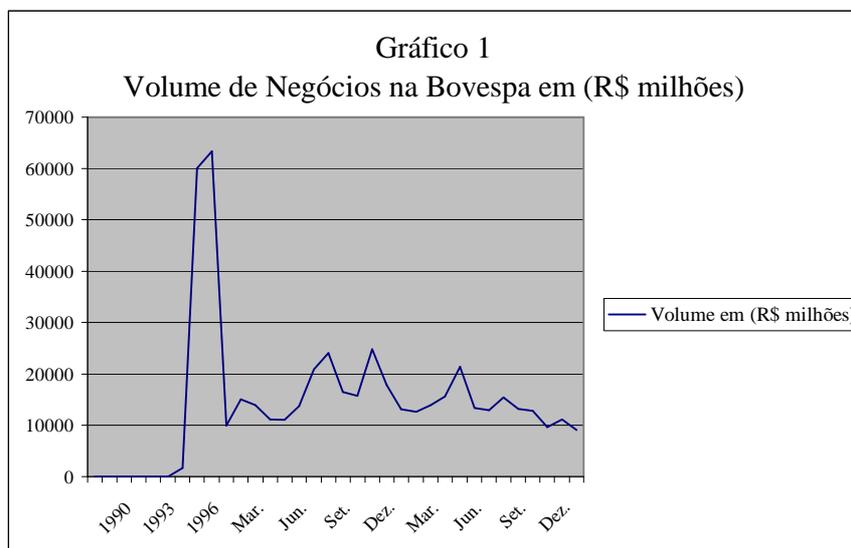
Período	Taxa Referencial De Juros (TR) (% a .m)	CDB Prefixado 30 dias ¹ (% a .m)	Taxa de Financia- Mento Overnight (% a .m)	Taxa Básica Financeira TBF (% a .m)	Índice Bovespa ³ (Em Pontos)	Volume de Negócios Na Bovespa (R\$ milhões)
1990	-	28,19	25,4	-	1655	0,0911
1991	-	17,95	16,99	-	1200	1,41
1992	23,49	22,2	26,32	-	2354	25,468
1993	31,15	32,9	33,41	-	1865	1675,56
1994	23,37	25,34	25,22	-	4353,9	60072,82
1995	2,32	3,19	3,61	-	4299	63261,97
1996						
Dez.	0,87	1,52	1,8	1,64	7039,9	9944,85
1997						
Jan.	0,74	1,49	1,73	1,75	7964,6	15073,61
Fev.	0,66	1,59	1,67	1,68	8828,7	13989,8
Mar.	0,63	1,45	1,64	1,56	9044	11112,91
Abr.	0,62	1,36	1,66	1,48	9982	11055,45
Mai.	0,63	1,38	1,58	1,63	11344	13747,79
Jun.	0,65	1,44	1,61	1,54	12567	20921,4
Jul.	0,66	1,32	1,6	1,6	12872	24070,66
Ago.	0,63	1,33	1,59	1,62	10609	16479,75
Set.	0,65	1,39	1,59	1,42	11797	15718,86
Out.	0,66	1,31	1,67	1,67	8986	24824,34
Nov.	1,53	2,66	3,04	2,81	9394	17861,46
Dez.	1,31	2,62	2,97	2,55	10196	13110,52
1998						
Jan.	1,15	2,26	2,67	2,65	9720	12670,18
Fev.	0,45	2,05	2,13	2	10570	13906,42
Mar.	0,9	2	2,2	1,9	11946	15634,02
Abr.	0,47	1,44	1,71	1,38	11677	21359,3
Mai.	0,45	1,48	1,63	1,65	9846	13390,75
Jun.	0,49	1,53	1,6	1,59	9678	12904,6
Jul.	0,55	1,4	1,7	1,55	10707	15468,23
Ago.	0,37	1,25	1,48	1,48	6472	13198,7
Set.	0,45	1,37	2,49	2,12	6593	12836,56
Out.	0,89	2,31	2,94	2,58	7047	9669,78
Nov.	0,61	2,33	2,63	2,28	8631	11131,05
Dez.	0,74	2,01	2,4	1,91	6784	9103,27

(1) Taxa líquida.

(2) Média do mês.

(3) Índice de fechamento.

Fonte: Conjuntura Econômica (março de 1999).



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da revista Conjuntura Econômica de 05/99.

Do início do Plano Real até maio de 1997, os estrangeiros investiram US\$ 8 bilhões de dólares na Bovespa, pelo Anexo IV do BACEN, e mais de US\$ 20,4 bilhões de dólares na forma de investimentos diretos na economia. O volume de negócios da Bovespa saltou da média mensal de US\$ 7,35 bilhões de dólares em 1994, para US\$ 14,43 bilhões de dólares em 1997. Nesses três anos, o Índice Bovespa acumulou uma alta de 222,3%, em dólar, superando todos as demais aplicações. Em meados de junho de 1997, esse índice chegou a 107 mil pontos, batendo um recorde histórico. Se comparado com o recorde anterior de 1970, quando o índice chegou a 70 mil pontos, podia-se afirmar que o mercado brasileiro vivia um verdadeiro *boom* (Bovespa, 08/97:10).

Com a queda da inflação, o risco das aplicações em Bolsa diminuiu e a liquidez dos papéis aumentou. Os juros, colocados nas alturas nos anos anteriores ao plano, para permitir a acumulação de reservas, atrair investidores estrangeiros, e sustentar a âncora cambial, tiveram um breve movimento de queda a partir de junho de 94. Isso tornou as ações uma atraente aplicação também para os pequenos investidores nacionais, que passaram a alocar recursos no mercado de capitais através dos fundos mútuos e de carteira livre. Impulsionada por maciças

aplicações realizadas por esses fundos, a Bolsa de Valores de São Paulo negociou, de julho de 1994 a dezembro de 1997, uma média diária de R\$ 1,2 bilhões de reais, o que a colocou em 9º lugar entre as maiores bolsa do mundo por volume de negócios (Bovespa, 08/97:11).

Mesmo com a subida posterior nos juros, decorridos três anos de Plano Real, o patrimônio total dos fundos de ações e de carteira livre, subiram, respectivamente, 109% e 218%. Antes de junho de 1994, a participação dos fundos de ações era de 8,6% do total das aplicações em fundos de investimento. Em quatro anos essa participação passou para 12,9%, percentual ainda considerado baixo pelos analistas financeiros, quando comparados com mercado americano, onde ele chega a 45% do total dos fundos de investimento.

Diversos fatores, além da já mencionada queda da inflação, contribuíram para este aumento de aplicações na Bovespa. Um primeiro deles foi a criação de mecanismos de desregulamentação financeira como o Anexo IV do BACEN, no início da década de 90. Ele viabilizou a chegada dos investimentos estrangeiros de portfólio. O estoque de ativos financeiros em posse de estrangeiros aumentou em 208% de 1993 a 1997. A participação das ações no total dos ativos subiu de 80% em 1994 para 96,5% em 1997 (Tabela 7).

Tabela 7
Carteira de Ativos de Investidores Institucionais Estrangeiros
(Anexo IV da Resolução nº 1.289/87)

Anos	Estoque de Ativos (1) (Em US\$ Milhões)	Ações (Em %)	Derivativos (Em %)	Debêntures (Em %)	Moedas de Privatização (Em %)	Outros (Em %)	Ingresso (Em US\$ Milhões)	Saída (Em US\$ Milhões)	Líquido
1991	-	-	-	-	-	-	482	96	388
1992	-	-	-	-	-	-	2967	1653	1314
1993	10380	80,1	-	18,5	1,1	0,3	14614	9136	5478
1994	20971	77,5	3,9	12,4	5,4	0,8	20532	16778	3754
1995	18650	89,5	1,1	5,5	3,7	0,2	22025	21500	525
1996	27090	92	0	4	2,8	0,5	22936	19342	3591
1997	32047	96,5	1,4	2,1	0	0	32191	30576	1615
1998	17999	95,5	3,4	1,1	0	0	21317	23130	-1813

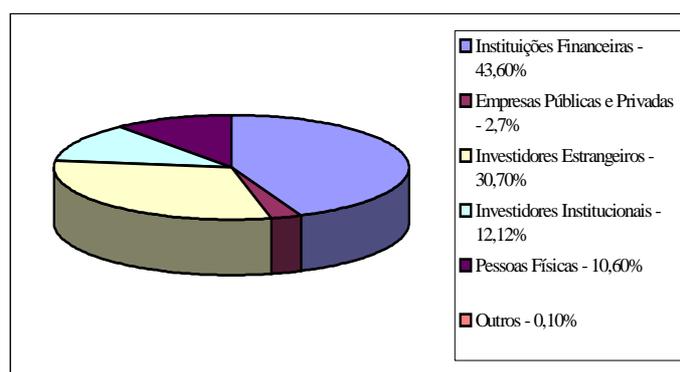
(1) Em fim de período.

Fonte: Boletim do Banco Central de 03/96 e 12/98.

Apesar do crescimento dos investimentos estrangeiros, eles representaram, em média, apenas 30% do total das aplicações na Bovespa. Isso significa dizer, que os investidores nacionais, responsáveis por 70% do volume de negócios, foram os principais alavancadores da Bovespa (gráfico 2).

Gráfico 2

Participação dos Investidores na Bovespa em (%)



Fonte: Revista Bovespa (07/1997:49).

Um segundo estimulador dos negócios na Bovespa foi a privatização de grandes empresas estatais nos setores de telecomunicações, energia elétrica, mineração, siderurgia, petroquímica, e as expectativas de uma melhor gestão com a iniciativa privada, impactando positivamente nos lucros e dividendos futuros. Isso tornou essas empresas atraentes aos investidores locais e estrangeiros, aumentando a liquidez de seus papéis na bolsa. Pode-se notar na tabela 8, que a maioria das empresas privatizadas experimentaram um aumento no seu patrimônio líquido e/ou no seu valor de mercado (Bovespa, 07/97:09).

Tabela 8
Empresas Privatizadas entre 1991 a 1997

Empresa	Data da Privatização	Patrimônio Líquido Antes da Privatização (Em US\$ Milhões)	Patrimônio Líquido Dez/96 (Em US\$ Milhões)	Capitalização Antes da Privatização (Em US\$ Milhões)	Valor de mercado (Em US\$ Milhões)	Varição Do preço das Ações (Em %)
Usiminas	Out/91	508 (90)	2736	-	2264,57	591,5
CSN	Abr/93	4136 (92)	4158	-	2135,62	103,3
Acesita	Out/92	470 (91)	1127	20,98	376,59	-71,9
Cosipa	Ago/93	1090 (92)	1683	-	343,42	76,6
CST	Jul/92	1999 (91)	2932	-	816,1	364,3
Copesul	Mai/92	947 (91)	866	-	896,04	62,8
PQU	Jan/94	685 (93)	842	-	192,8	-87,3
Copene	Ago/95	2718 (94)	2684	245,27	689,79	43,4
Petroflex	Abr/92	170 (91)	260	-	152,45	-51,1
Polipropileno	Fev/96	138 (95)	170	11,7	94,17	33,8
Pronor	Dez/95	306 (94)	148	14,81	146,34	44,7
Oxiteno	Set/93	365 (92)	446	52,36	156,91	51,3
Nitrocarbono	Dez/95	134 (94)	68	-	41,61	16,7
Ciquine	Ago/94	170 (93)	92	4,44	25,6	-66,7
Polialden	Ago/94	123 (93)	179	7,53	22,96	54,6
Fosfértil	Ago/92	263 (91)	452	-	499,85	486,2
Ecelsa	Jul/95	848 (94)	762	-	556,04	13,2
Embraer	Dez/94	156 (93)	142	14,37	181,65	0-81,9
Light Sesa	Mai/96	6937 (95)	2237	165,43	3688,88	50,2
EDN	Set/96	52 (94)	24	2,71	17,03	-2,1
Vale do Rio Doce	Mai/97	10817 (95)	9841	647,13	9.160,15	-

Fonte: Revista Bovespa (07/97:11).

Um terceiro fator que atraiu os investidores foi o fato do valor de mercado de algumas empresas estatais estar abaixo do valor patrimonial. Exemplificando: o valor total de mercado das 12 empresas de telecomunicações listadas na Bovespa, em setembro de 1997, era de US\$ 33,3 bilhões, e o das 16 companhias de energia elétrica, na mesma época, de US\$ 41 bilhões, enquanto que o valor patrimonial das empresas de telecomunicações era US\$ 47,1 bilhões, em dezembro de 1996, e o das companhias de energia elétrica de US\$ 91 bilhões no mesmo período. Além disso, segundo relatório publicado pela Bussiness Week, em 1997, no *ranking* das 50 maiores empresas dos países emergentes por valor de mercado, o Brasil possuía 10. A Telebrás era a 1ª colocada, a Eletrobrás 3ª, a Petrobrás 4ª, a Telesp 6ª, a Vale do Rio Doce 25ª, o Bradesco 30ª, a Eletropaulo 33ª, o Itaú 39ª, o Banco do Brasil 44ª e a Sabesp 48ª. De acordo com os analistas internacionais, isto assegurava um grande potencial de crescimento do valor das ações dessas empresas em bolsa.

Entre janeiro de 1991 e agosto de 1997, a rentabilidade das aplicações em ações superou a todas as demais aplicações, descontada a inflação. Houve uma valorização do Índice Bovespa de 930%, destacando-se as ações das seguintes empresas: Cemig (3.078%), Telesp (2.099%), Telebrás (1.670%), Eletrobrás (1.364%), Bradesco (994%), Petrobrás (772%), Brahma (693%), Usiminas (584%), Vale do Rio Doce (395%) e Sadia (106%). Em termos de setores, os que mais se valorizaram foram o de energia elétrica (2.185%), telecomunicações (1.661%), fertilizantes (1.009%), petroquímico (914%) e bancos (825%) (Veja, 13/08/97).

Um traço marcante do mercado de capitais brasileiro é a excessiva concentração das aplicações em papéis de empresas estatais ou recém privatizadas. Para se ter uma idéia apenas dessa concentração, apenas três empresas foram responsáveis pela alavancagem do mercado. As ações da Telebrás PN e ON, Eletrobrás PNB e ON e Petrobrás PN respondem, em média, por mais de 70% do volume de negócios no Índice Bovespa de 1994 a 1997. Essa concentração do mercado é explicado pelo fato dessas empresas serem de grande porte, pertencerem a setores fundamentais e estratégicos da economia brasileira e possuírem, à época poder de monopólio e de fixação de preços. Além disso, seus produtos e serviços são de extrema necessidade e por isso não há fortes variações em sua demanda, o que torna suas ações de 1ª linha (Blue Chips), com alta liquidez na bolsa de valores.

Desses três setores, o de telecomunicações foi o que movimentou o maior volume de negócios na Bovespa. Como se observa na tabela 9, a Telebrás foi a empresa mais negociada, tendo seus papéis respondidos, em média, por um percentual que chegou a quase 60% em 1998. As empresas estaduais de telefonia também foram beneficiadas. A já mencionada privatização do setor, aliada ao fato do Brasil ser considerado o mercado com o maior potencial de crescimento nas áreas de telefonia fixa e móvel entre os países da América Latina, explicam tal desempenho. A relação brasileira de 8 telefones por 100 habitantes, é a mais baixa da América Latina, cuja média é de 16 telefones para cada 100 habitantes, e muito inferior à média dos países desenvolvidos, onde 50% dos habitantes têm telefone. Outro indicador positivo da Telebrás era seu baixo endividamento, de apenas 8% em 1997, em relação ao seu Patrimônio Líquido. Esse percentual era muito menor, se comparado a outras empresas de telecomunicações da América Latina, como a Telmex do México (23%) e a Telecom da Argentina (41%) (Bovespa, 04/97:19).

Tabela 9

Participação do Setor de Telecomunicações na Bovespa

Ano Empresa	Volume Negociado (R\$ milhões)	Participação do Volume negociado no total da Bovespa em (%)	Valor de Mercado em (US\$ milhões)	Volume Negociado (R\$ milhões)	Participação do Volume negociado no total da Bovespa em (%)	Valor de Mercado em (US\$ milhões)
	1995			1996		
Telebrás	24.023,83	51,04	13.723,20	53.125,69	64,88	24.023,88
Telesp	868,74	1,84	7.423,90	1.420,06	1,73	11.822,62
Telerj	40,92	0,08	1.891,46	172,17	0,21	3.320,35
Telepar	68,14	0,14	924,01	119,10	0,14	1.635,39
Telemig	10,42	0,02	11.017,13	200,54	0,24	2.920,30
Telebrasília	2,93	0,00	364,01	7,78	0,01	689,17
Telebahia	1,28	0,00	849,76	11,63	0,01	751,72
Tel B Campo	3,08	0,00	289,01	10,91	0,01	708,12
Ano Empresa	Volume Negociado (R\$ milhões)	Participação do Volume negociado no total da Bovespa em (%)	Valor de Mercado em (US\$ milhões)	Volume Negociado (R\$ milhões)	Participação do Volume negociado no total da Bovespa em (%)	Valor de Mercado em (US\$ milhões)
	1997			1998		
Telebrás	101.992,97	59,84	35.028,98	13.043,22	58,92	36.287,23
Telesp	4.604,61	2,69	14.106,49	1.270,19	5,74	13.812,08
Telerj	780,36	0,44	2.968,21	313,51	1,42	3.957,73
Telepar	447,88	0,25	1.617,38	78,94	0,36	1.239,43
Telemig	722,93	0,41	2.754,99	89,91	0,41	2.791,33
Telebrasília	45,68	0,02	561,49	7,11	0,03	555,40
Telebahia	14,35	0,00	580,88	7,21	0,03	600,69
Tel B Campo	43,35	0,01	687,10	6,18	0,03	478,05

* Fonte: Revista Bovespa de abril de 1998.

Apesar do impulso positivo experimentado pelo mercado de capitais do Brasil, com o conjunto de transformações ocorrido em sua economia, alguns fatores impediram que o volume de negócios fosse ainda maior. O primeiro foi a alta taxa de juros praticada pelo governo brasileiro para sustentar a âncora cambial. As sucessivas crises externas, iniciadas o México em dezembro de 1994, forçavam o governo, dada a lógica econômica da estabilização, a sempre aumentar a taxa de juros para impedir a fuga de capitais. Isso resultou num aumento das aplicações em fundos de renda fixa, que ofereciam riscos menores se comparados aos

fundos de ações. Adicionalmente, essas mesmas taxas de juros diminuía o volume de investimento na economia e as expectativas de lucros das empresas.

Pesaram também, a migração da comercialização das ações de empresas de primeira linha, como a Telebrás, para a Bolsa de Nova York, a partir de 1997, e a preferência das empresas de médio e grandes portes pelos mercados externos de *euronotes* (título privados indexados em dólar), para captar recursos de médio prazo. Como efeito colateral, isto aumentou ainda mais a dependência do país aos capitais externos.

Concluindo este capítulo, convém destacar alguns aspectos. O primeiro é com o aumento da liquidez na Bovespa, o mercado acionário tornou-se mais volátil. Essa volatilidade é explicada pela maior abertura da economia brasileira ao capital externo, via Anexo IV. Dado que os fundos de investimento e de pensão estrangeiros possuem carteiras de aplicações globais bastante diversificadas, qualquer evento que sinalize um crise econômica interna ou externa, faz com que esses fundos vendam suas posições no mercado e saiam do país. Esses movimentos provocam, simultaneamente, a queda do Ibovespa e do volume de reservas internacionais.

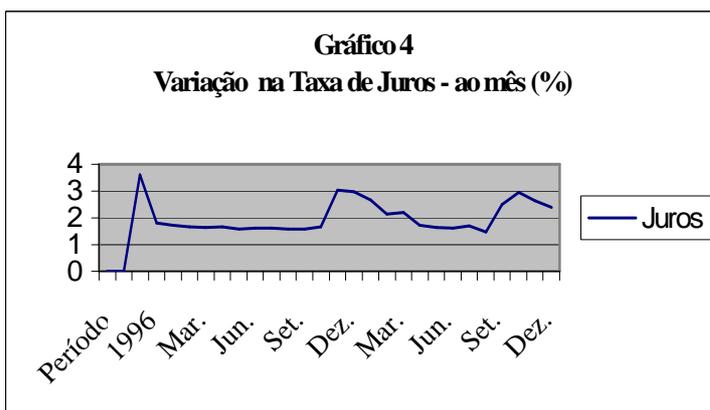
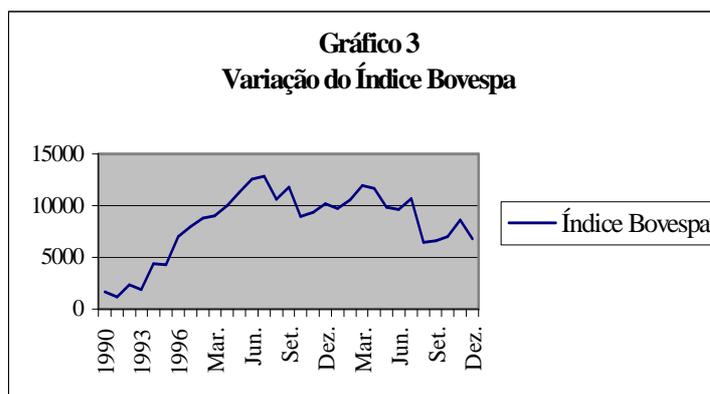
Um segundo é que por ser um mercado altamente especulativo, não só os eventos econômicos, mas também os políticos influenciam o movimento de capitais. A tabela e os gráficos abaixo relacionam alguns desses eventos com as oscilações do Índice Bovespa nos anos 90.

Tabela 10

Oscilação do Ibovespa Frente aos Principais Eventos dos anos 90

Data	Evento	Oscilação (%)
Mar/90	Plano Collor I	-56
Fev/91	Plano Collor II	52,9
Jun/92	Caso Paulo César Farias	-22,5
Dez/92	Impeachment do Presidente Collor	48,2
Set/94	Queda do Ministro da Fazenda Ricupero	2,9
Dez/94	Crise do México	-6,4
Mar/95	Mudança do Câmbio	-8,9
Jul/97	Crise da Ásia	-28,5

Fonte: Revista Bovespa de agosto de 1997.



Fonte: Gráficos 3 e 4 elaborados pelo autor com base na Conjuntura Econômica de 05/99.

Apesar da ocorrência de todos esses eventos, o Ibovespa nunca caiu para valores inferiores a 6000 pontos, valor esse muito superior aos índices médios de 1800 pontos da época da inflação alta. Além disso, depois das fortes baixas, as ações ficavam com preços atraentes, e os investidores voltavam ao mercado comprando, recuperando assim as perdas anteriores. Ou seja, as transformações analisadas fizeram o mercado de capitais brasileiro ganhar liquidez e rentabilidade, passando a constituir-se numa boa alternativa de aplicação a longo prazo.

Para a bolsa ganhar um novo impulso, seria necessário uma queda substancial na taxa de juros, de modo a estimular o consumo e o investimento produtivo, e conseqüentemente o crescimento econômico. Além dessa queda nos juros, o ex-presidente da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), Roberto Teixeira da Costa, sugere as seguintes alterações na lei das sociedades anônimas:

- A revisão dos tributos no sentido de favorecer investimentos de longo prazo;
- A equiparação do investidor estrangeiro ao nacional na questão dos ganhos de capital;
- O estímulo ao sistema financeiro para que se criem mecanismos de distribuição de valores mobiliários favoráveis às aplicações de risco; e
- A reconquista dos direitos das minorias acionárias em antigas empresas estatais, que foram subtraídos quando privatizadas.

Esse conjunto de alterações, combinado com a queda dos juros poderia tornar o mercado de capitais brasileiro, a exemplo de outros países, uma fonte de financiamento de longo prazo para as empresas, que assim teriam melhores condições de enfrentar a concorrência externa

5 Considerações Finais

As transformações recentes ocorridas na economia mundial, como o aumento da liquidez internacional, a estratégia de diversificação das carteiras das aplicações dos investidores institucionais a nível global, a maior integração dos sistemas financeiros nacionais, a desregulamentação dos mercados, as inovações telemáticas e o acirramento da concorrência internacional entre instituições financeiras fez com que aumentasse os fluxos internacionais de capitais especulativos dos países desenvolvidos, principalmente, para os países emergentes.

No Brasil, a liberalização cambial e a desregulamentação financeira, ocorridas no início da década de 90, permitiram a entrada dos capitais especulativos e uma maior conversibilidade da moeda nacional, através da criação do segmento de câmbio flutuante. Isso possibilitou um aumento tanto da oferta como da demanda de divisas estrangeiras no país. Dentre as principais medidas de desregulamentação financeira, adotadas pelo Brasil, está o Anexo IV que ensejou a aplicação dos investidores institucionais estrangeiros nas bolsas brasileiras. Apesar das medidas liberalizantes, o investidor estrangeiro participou, inicialmente, de forma tímida do mercado acionário brasileiro, devido ao processo inflacionário vivido pelo país que impedia uma correta indexação do valor das ações.

Após o Plano Real, em junho de 1994, e a estabilização da inflação, a entrada do investidor estrangeiro passou a ser mais agressiva chegando a participar em média de 30% do volume diário negociado. Além disso, o investidor nacional também passou a aplicar em ações, respondendo pelos 70% restantes do volume negociado. Isso fez com que os negócios na Bovespa subissem de uma média anual inferior a US\$ 1 bilhão entre 1990 e 1993, para US\$ 60 bilhões em 1994.

Além dos fatores mencionados anteriormente, as características particulares do mercado acionário brasileiro contribuíram para a concentração das aplicações dos investidores em papéis de empresas estatais, principalmente, nos setores de telecomunicações e energia elétrica. O primeiro fator que contribuiu para a concentração do mercado foi a expectativa de

privatização dessas empresas e a possibilidade de melhor gestão com a iniciativa privada, gerando conseqüentemente, aumento nos lucros. Outro fator foram os preços atraentes dos papéis dessas empresas, pois o valor de mercado desses papéis estava abaixo do valor patrimonial, sinalizando uma possibilidade de crescimento do valor das ações. O terceiro fator é o tipo de bens e serviços oferecidos por essas empresas. Por serem essenciais para a população não há fortes variações na demanda dos mesmos, tornando o poder de fixação de preços por parte dessas empresas muito grande e a possibilidade de prejuízo muito baixa.

A empresa mais negociada na Bovespa foi a Telebrás correspondendo em média a mais de 50% dos negócios realizados. Isso se deve ao grande potencial de crescimento futuro dos serviços de telefonia fixa e móvel no Brasil, em relação á outros mercados emergentes.

Apesar do impulso positivo experimentado pelo mercado de capitais do Brasil, com o conjunto de transformações ocorridas em sua economia, alguns fatores impediram que o volume de negócios fosse ainda maior. O primeiro foi a alta taxa de juros praticada pelo governo brasileiro para sustentar a âncora cambial, que comprometeu o crescimento da economia e, por conseguinte, as expectativas de lucros das empresas, levando investidores a aplicarem em fundos de renda fixa.

Pesaram também a migração da comercialização de ações de empresas de 1ª linha, como a Telebrás, para a Bolsa de Valores de Nova York, e a preferência das empresas de médio e grande porte por se endividarem emitindo títulos no exterior indexados em dólar.

Cabe também mencionar nessas considerações finais, dois aspectos fundamentais que ocorreram no mercado de capitais brasileiro. O primeiro foi o aumento da volatilidade causada pelo movimento de capitais provocada pelos grandes investidores institucionais estrangeiros, que diante de qualquer sinal de crise interna ou externa deixam o país. O segundo é que por ser um mercado altamente especulativo ele sofre forte influência de eventos políticos e econômicos internos e externos, que têm poder de elevar ou derrubar o Ibovespa.

Apesar desses fatores inibidores das aplicações na Bolsa de Valores de São Paulo e o aumento da volatilidade do mercado, o Índice Bovespa, depois de 1994, subiu para um patamar médio acima de 6000 pontos, muito superior a média anterior de 1800 pontos da época da alta inflação. Sendo assim, pode-se concluir que, as transformações ocorridas na economia brasileira, nos anos 90, influenciaram positivamente no aumento da liquidez e da rentabilidade da Bolsa de Valores de São Paulo.

Referências Bibliográficas:

ANTUNES, Marcelo. Doleiros Evitam Remeter Dólares para o Exterior. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, p. B-5, 14 de jul. de 1999.

BAUMANN, Renato. **O Brasil e a Economia Global**. São Paulo: Campus, 1996, p. 133-165.

BAUMANN, Renato. **A Nova Economia Internacional – Uma Perspectiva Brasileira**. São Paulo: Campus, 1998, p. 147-162.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Carteira de Ativos de Investidores Institucionais Estrangeiros. **Boletim do Banco Central do Brasil**, Brasília: BACEN, p.156, jul. de 1995.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Carteira de Ativos de Investidores Institucionais Estrangeiros. **Boletim do Banco Central do Brasil**, Brasília: BACEN, p.148, jan. de 1999.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO E DO RIO DE JANEIRO. **Brazil Company Handbook**. Rio de Janeiro: IMF Ltda, 1997, p. 26.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Índice Bovespa Definição e Metodologia**. São Paulo, Bolsa de Valores de São Paulo, 1997, p. 1-3.

FÉLIX, Antônio. A Privatização Dá Nova Cara ao Mercado. **Revista Bovespa**, São Paulo, Bolsa de Valores de São Paulo, edição n. 45, p. 8-12, jun. 1997.

FÉLIX, Antônio. O Real Encontra a Bolsa. **Revista Bovespa**, São Paulo, Bolsa de Valores de São Paulo, edição n. 46, p. 8-15, jul. 1997.

FÉLIX, Antônio. A Reação Depois das Turbulências. **Revista Bovespa**, São Paulo, Bolsa de Valores de São Paulo, edição n. 55, p. 12-21, abr. 1998.

FÉLIX, Antônio. A Investida Estrangeira nas Ações Brasileiras. **Revista Bovespa**, São Paulo, Bolsa de Valores de São Paulo, edição n. 59, p. 8-14, ago. 1998.

COUTINHO, Luciano. A Terceira Revolução Industrial e Tecnológica: As Grandes Tendências de Mudança. **Economia & Sociedade**, Campinas, v.1, n.1, p. 69-87, ago. 1992.

JUROS E BOLSAS. **Conjuntura Econômica**, São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, anexo XIV, mar. 1999.

BALANÇA DE PAGAMENTOS. **Conjuntura Econômica**, São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, anexo XV, mar. 1999.

COSTA, Roberto Teixeira da. Quem Financia o Crescimento. **Exame**, São Paulo, Abril, edição n. 688, p. 154, 19 de mai. de 1999.

HAGE, Liliana. A Privatização Indica Novos Caminhos. **Revista Bovespa**, São Paulo, Bolsa de Valores de São Paulo, edição n. 50, p. 10-16, nov. de 1997.

KEYNES, John Maynard. **Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda**. Rio de Janeiro: Atlas, 1980, p. 115-143.

KRUGMAN, Paul. O Capitalismo é Produtivo Demais. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, p. 5, 10 de out. de 1997.

LIMA, Ivan Ney Passos. **Introdução ao Mercado de Ações**. São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo, 1997. P. 1- 43.

MELLANGI, Armando Filho. **Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Atlas, 1996, 2ª edição, p. 131-142.

PAHIM, Fábio Jr. O Embate entre Ações e Renda Fixa. **Revista Bovespa**, São Paulo, Bolsa de Valores de São Paulo, edição n. 47, p.10-16, ago. de 1997.

RODRIGUES, José A. **Subscrição de Capital e Avaliação de Ações**. Rio de Janeiro: Interciência, 1979, 289p.

RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de Capitais**. Belo Horizonte, CNBV – Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1998, 331p.

SACHS, Jeffrey. **Macroeconomia**. São Paulo: Makron Books, 1995, p. 698-738.

SORIMA, João Neto. As Mega Ações dos Anos 90. **Veja**, São Paulo, Abril, edição n. 1.508, p. 106-107, 13 de ago. de 1997.