



1290000984



TCC/UNICAMP R736i

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA

"A INSERÇÃO DA BOLSA DE VALORES NO
MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO"

Pesquisador: LEONILDO ROSSINI JÚNIOR
Orientador: Prof. Fernando N. Costa ✓

DEZEMBRO/88 ✓

AOS MEUS PAIS E A
TODOS QUE ME INCENTU
VARAM A ESTE TRABALHO

CAMPINAS / 1988

(INDICE)

Introdução.....	1
Capítulo I.....	4
"A SOCIEDADE ANÔNIMA E O MERCADO ACIONÁRIO"	
Capítulo II.....	22
"HISTÓRIA RECENTE DO MERCADO DE CAPITALIS"	
A INSERÇÃO DA BOLSA DE VALORES NESTE CONTEXTO	
Capítulo III.....	41
"CONCLUSÃO"	
Bibliografia.....	483
Anexo Estatístico.....	51

INTRODUÇÃO

Quero mostrar neste trabalho, que existem opiniões diversas quanto ao caráter e função da Bolsa de Valores, e com este objetivo passo a citar algumas frases e comentários controversos:

"de 1889 a 1892, o Rio de Janeiro viveu intenso movimento de compra e venda de ações. Para estimular a economia, Rui Barbosa facilitou o crédito e deu liberdade de emissão ao bancos. As medidas, porém, geraram febril especulação. Centenas de novas empresas - que só existiam no papel - se organizaram apenas para emitir ações e despejá-las no mercado, onde alcançavam valorizações sucessivas. Descobriu-se mais tarde a insolvabilidade dessas empresas. O país imergiu em acentuada crise..

O período ficou conhecido com o nome de "encilhamento", em alusão ao local do hipódromo da cidade - onde se colocavam arreios e cilhas nos animais, e utilizado para apostas. E que por extensão, traduzia a idéia de jogo, aposta e aventura.

Vários escritores da época retrataram esse momento, entre eles Machado de Assis, Visconde de Taunay, este último no romance "O Encilhamento" (texto do Boletim de informações ao Acionista do Banco do Brasil julho de 1985).

" Na verdade aqueles que procuram explicações para as altas das bolsas em fatos verificados no cotidiano político e econômico do Brasil parecem condenados a correr atrás da causa perdida.

Pode-se ligar a alta das Bolsas à recuperação da economia, à estabilização das contas externas ou ao otimismo aberto pelo plano Cruzado. Mas é preciso lembrar que neste mesmo período o Brasil passou pela fase mais aguda de renegociação da dívida externa, pelas incertezas do final do Governo Figueiredo, pela doença de Tancredo Neves e pelos tropeços iniciais da economia da "Nova República". Em nenhuma dessas oportunidades as Bolsas desviaram-se de sua tendência natural." (Folha de S. Paulo, 6 de abril de 1986).

" O mercado de ações voltou a ocupar um lugar de destaque entre os diversos segmentos da área financeira no Brasil, pois, na média, nenhum outro investimento superou o da Bolsa nos últimos três anos. O fenômeno não é só brasileiro, a principal bolsa do mundo, a de New York, registrou monstruosas valorizações. Na Suíça, em cinco meses as ações valorizaram-se em 80% (país onde a inflação é inferior a 1% ao ano)

Dois fatores estariam contribuindo para isso: uma recuperação progressiva da economia mundial, com os países desenvolvidos apresentando taxas de crescimentos, no mínimo, satisfatória, o que leva os investidores a acreditar mais no futuro das empresas; uma nítida mudança de mercado, com a poupança deslocando-se da área de crédito, para os papéis de renda variável.

No Brasil, muita gente tem procurado a Bolsa na expectativa de obter lucros fáceis e rápidos, mas há também os que cansados de viver em uma espécie de "país de agiotas" estejam dispostos a apostar no futuro das companhias, esperando um retorno pelos dividendos e pela valorização das próprias ações no chamado mercado secundário (Bolsa de Valores)."

(GAZETA MERCANTIL, 30 de junho de 1986)

E nas palavras de Keynes: " As reavaliações diárias da Bolsa, embora se destinem principalmente facilitar a transferência de investimentos passados entre os indivíduos, exercem inevitavelmente uma influência decisiva sobre o montante do investimento corrente. (O efeito seria absurdo criar uma empresa nova, de certo custo, podendo se adquirir outra idêntica por um preço menor, no Bolsa"

(TEORIA GERAL DO EMPREGO E DA MOEDA, 1985 pag. 111)

Estas afirmações, por vezes contraditórias, e por vezes complementares, induziram-me a questionar e pesquisar o tema. Existem opiniões divergentes a respeito da função que a Bolsa de Valores exerce em uma economia capitalista. Algumas correntes analisam a Bolsa pela ótica da especulação, outras pela ótica da captação de recursos, implicando em auto financiamento das empresas, e outras nem analisam, pois não acreditam no mercado de capitais como forma integrada deste com o mercado de produtos.

Neste mesmo período, iniciei meus trabalhos como profissional deste mercado fascinante e ao mesmo tempo intrigante. Tive a oportunidade de me colocar ao lado de aplicadores e especuladores dos mais diversos níveis de pensamento e interpretações econômicas acerca do assunto. E o que mais me chamava a atenção é que a grande maioria formulava a mesma questão: A Bolsa de Valores é um indicador eficiente do momento econômico em que vivemos, ou apenas um locus de especulação, um cassino? Eu, ainda no início de meus estudos em economia também ficava em dúvidas quanto ao tema, e foi neste contexto que me propus tentar responder esta questão. É o que mostro nos capítulos que se seguem.

A SOCIEDADE ANÔNIMA E O MERCADO ACIONÁRIO

Para o entendimento do capitalismo moderno - denominado por alguns de capitalismo financeiro - é essencial a compreensão do surgimento da sociedade anônima e suas causas.

A sociedade anônima implica uma alteração essencial na função exercida pelo capitalista, pois abandona sua função de empresário industrial, assumindo plenamente sua condição de acionista. Portanto, o capitalista terá como função social o que a posse do capital lhe atribui: o direito ao rendimento futuro da empresa. Este rendimento será determinado ex post, quando da contabilização dos lucros.

A criação das sociedades anônimas permite concentrar diversos capitais e que indivíduos com pequeno capital monetário participe de grandes empreendimentos, o que era inviável na empresa individual, pois dependia da acumulação prévia do empresário proprietário. Já na sociedade anônima, esta acumulação ocorre via subscrição de quotas adquiridas pelos capitalistas ou acionistas.

Uma segunda característica das sociedades anônimas, e que fez com que muitos capitais se direcionassem a este tipo de organização empresarial, é a forma jurídica em que estão assentadas. A lei das S.As. limita a responsabilidade de cada indivíduo (acionista), exclusivamente à quota de capital por ele subscrita. Só se arrisca a parcela efetivamente investida na sociedade. Portanto, ao contrário da empresa individual, na qual o empresário empenha todo seu patrimônio na garantia de suas responsabilidades.

Uma terceira e fundamental característica da sociedade anônima foi a possibilidade de "transferibilidade" e "cessibilidade" que as ações destas empresas tem.

Para MARX " a sociedade anônima é consequência do avanço do sistema de crédito e traz como efeito a expansão da escala de produção, a supressão do capital como propriedade privada, dentro de limites do modo de produção capitalista, e a transformação do capitalista industrial em capitalista monetário e do capitalista empresário em dirigente profissional. O qual, administra o capital alheio, do capitalista monetário" (1983: pag 132 l.111)

Então, nas "sociedades anônimas a função produtiva é separada do capital, ou seja o trabalho é separado da propriedade, portanto o trabalho também é separado da propriedade dos meios de produção e do mais trabalho" MARX (in HILFERDING 1985: pag 118)

Isto significa que a sociedade anônima é uma forma de transição da propriedade individual para uma forma superior de propriedade: uma propriedade social de produtores associados. Mesmo sendo uma forma superior, a sociedade anônima ainda é uma sociedade de capitalistas, pois é constituída por inversões capitalistas em ações. O grau de participação nos lucros e a influência na empresa é proporcional ao capital investido por cada capitalista.

A facilidade de acesso ao capital gerada por esta nova forma de sociedade permite a tais empresas processar-se de conformidade exclusiva com as exigências impostas pela técnica. Ao organizar-se assim a S.A. terá um aumento na escala de produção, podendo obter lucros adicionais.

6

Outra modificação de relevo é que nas sociedades anônimas o lucro assume, no limite, a forma de juro. Por ser constituída de capital monetário, o objetivo da empresa é obter lucros competitivos com os juros de mercado para satisfazer seus acionistas. Uma sociedade nestes moldes pode continuar crescendo proporcionalmente à diferença entre seu capital ativo e acionário. Caso a empresa obtenha um lucro acima da taxa de juros vigente tem a oportunidade de aumentar o capital, sendo este "juro extra" a base para a nova capitalização. Contudo, a tendência a ampliação do capital é relativamente maior para os grandes capitais em detrimento aos menores, provocando uma concentração maior do poder destas.

A concentração também se verifica na propriedade das ações, pois um acionista que possui mais da metade do capital da empresa detem o comando decisório desta, o que não ocorre numa empresa individual. Desta forma, a sociedade anônima facilita a concentração do poder econômico nas mãos dos grandes capitalistas, assim como dos bancos. E torna-se ainda mais poderosos quando tais sociedades se encontram integradas em um sistema de sociedades interdependentes.

Na realidade, a S.A. vem em auxílio da não concentração dos riscos, paradoxalmente concentrando capitais, pois o capitalista não investirá a totalidade de seu capital em uma empresa, mas sim em partes de diversas empresas.

A expansão do sistema acionário, converte a propriedade capitalista em propriedade limitada, conferindo ao capitalista, como diz HILFERDING, "apenas um título de mais valia, que não permite ao capitalista intervir decididamente no nível de produção" (1985, pag 131). Os proprietários dos meios de produção já não existem

individualmente. Formam uma sociedade na qual o indivíduo só tem direito a uma alíquota do rendimento. E por isso a ação não dependerá do valor do capital industrial, pois a ação é um título com direito a parte do lucro industrial, dependendo sua cotação da magnitude da taxa de lucro comparativamente à taxa de juros média vigente.

Com quem ficará a responsabilidade da direção da empresa, já que existe muitos proprietários do capital e poucos interessados ou capazes de gerenciá-lo? Se partirmos do pressuposto que as S.As. mais importantes são dominadas por grandes capitalistas, ou por uma oligarquia de proprietários do capital e perfeitamente interessados em seu desenvolvimento, racionalizando sua administração nomeando administradores capazes e que poderão ser substituídos, caso não atinjam o rendimento esperado, fica fácil.

A não existência de um acionista majoritário, ou seja, o capital diluído em quotas infinitesimais implica no cumprimento do estatuto das sociedades anônimas por parte da administração. A administração trabalhará sempre seguindo a opinião geral dos acionistas, mas como existe milhares de acionistas, o administrador deverá conduzir os negócios da empresa com um olho na produção e outro na Bolsa de Valores (locus de transferência da propriedade acionária), pois a queda contínua das cotações desta empresa será reflexo da má administração da atual gerência profissional. Os capitalistas concluirão que, como está, seu rendimento tenderá a cair e só a expectativa de queda implica em mudança de investimento, fácil com a mobilidade que as ações possuem.

Ao contrário, um rendimento elevado (lucro maior que a taxa de juros) poderá ser utilizado como forma alternativa de



estratégia de competição de mercado, podendo utilizar estes recursos extra para investimento em marketing ou mesmo em uma redução dos preços.

Em períodos de crise, a diminuição dos lucros não trará grandes problemas, pois as taxas de juros neste período também estarão em declínio e a Sociedade Anônima poderá reduzir seus lucros novamente ao nível da taxa de juros, ao contrário da empresa individual que terá que manter seus lucros acima dos juros para sobreviver.

Concluindo a caracterização das S.As., temos o conceito de acionista. Este é um capitalista monetário, assim classificado por ter se desligado de sua função de empresário industrial. O que difere um do outro é o modo que cada um dispõe do capital. O primeiro conserva e reproduz seu capital em dinheiro, e o segundo como acionista coloca sua riqueza à disposição da sociedade anônima em troca de uma remuneração futura.

Quando o capitalista se torna um acionista seu capital fica imobilizado na empresa, como capital produtivo, e estará fora de seu alcance, não sendo mais possível recuperá-lo, pois não se tem mais direito sobre este capital e sim a uma alíquota dos rendimentos futuros da empresa. Entretanto, o capitalismo tem uma característica fundamental: tudo tem seu preço e para tudo existe um "locus" de troca. Para qualquer mercadoria, trabalho ou propriedade sempre haverá um preço, um vendedor e um comprador.

Deste modo, criou-se a possibilidade de converter este capital imobilizado novamente em capital monetário com a institucionalização do mercado secundário de ações - a Bolsa de Valores - dando ao acionista as condições de recuperação do seu capital via ven-

da de ações, de transferência de seu rendimento futuro. A terceiros, possibilitando ao acionista o retorno à função de capitalista monetário.

A ação não é uma fração da empresa, é um título de rendimento, uma dívida para com o acionista sobre a futura produção. É a ordem de pagamento de um lucro futuro. E, uma vez capitalizado este lucro, o capital novo será um capital fictício, mas tratado como acionário. Este não é capital, é apenas o preço de um rendimento, só possível na sociedade capitalista onde toda forma de dinheiro que produz renda é uma forma de mais dinheiro.

Desta visão chega-se ao fato que a soma do capital acionário não é igual ao capital monetário transformado em capital industrial, mas sim ao valor que o mercado avalia como sendo justo a este capital empregado e gerador de lucro.

Esta diferença, que Hilferding denominou de lucro do fundador, é a diferença entre a quantia que o empresário individual espera capitalizar via lucros e a quantia que capitalizará ao tornar sua empresa uma sociedade anônima.

Ou como define MARIA DA CONCEIÇÃO TAVARES: "o lucro do fundador é um ganho de capital realizado por meio de sobrevalorização contábil do patrimônio real da empresa e que se torna possível pela capitalização do diferencial entre os fluxos de taxas de lucro média esperada e a taxa média de dividendos a ser ainda distribuída" (1963: pag. 10).

A conversão de capital monetário em capital industrial se processa permitindo ao capital monetário tornar-se capital fictício, e ao mesmo tempo conservando, para seus proprietários, a aparência de capital monetário.

Na circulação acionário os negócios tratam da transferência de mercadorias. O movimento de propriedade sem simultânea transferência de mercadorias. O movimento de propriedade tem lugar sem simultâneo movimento de bens, ou seja, a propriedade perde toda conexão direta com o valor de uso. E é por isso que as oscilações de preços no mercado secundário não afetam o capital industrial.

Antes a propriedade surgia da acumulação do lucro, agora surge da concentração nas mãos de grande capitalistas monetários do poder de transformar o capital industrial em fictício.

De tudo o que foi dito, conclui-se que enquanto as sociedades anônimas não forem a forma dominante de produção, a remuneração dos acionistas ainda terá um ganho empresarial, ou de risco, além do juro. Em sendo dominante, a remuneração será apenas a taxa de juros, isso ocorrerá quando da consciencia da sociedade que o capital se tornou independente da produção.

A AÇÃO

Do ponto de vista jurídico, a ação é uma unidade de medida do capital, representada por um documento que materializa o direito do acionista. A responsabilidade do acionista é limitada à quantidade de ações por ele adquirida.

Pela ótica econômica, ações são títulos representativos das quotas partes em que se divide o capital. As ações são títulos de rendimento futuro e depende dos lucros de uma futura produção, é um rendimento capitalizado pela respectiva taxa de juros e podendo ter acrescido um ganho empresarial.

O capital se desloca da produção e por isso mesmo o proprietário do capital só tem direito ao dividendo que é sua remuneração. Nas sociedades anônimas, o acionista não é proprietário material é, somente proprietário do capital.

A ação não faz parte do patrimônio da empresa, mas sim de uma parcela do lucro: o dividendo. Uma vez lançada, a ação perde contato com o giro real do capital industrial que representa.

Os dividendos são remunerações pagas aos acionistas com base no lucro auferido pela empresa no exercício e são distribuídos periodicamente. Dividendo é a igualização da remuneração da ação com a taxa de juro vigente, acrescida de uma remuneração pelo risco do capital empregado.

Assim, HILFERDING afirma: " Os preços das ações flutuarão não apenas em decorrência da alteração do rendimento, ou do aumento da diminuição do capital total em uso efetivo, mas inclusive em função das alterações na taxa geral de juros. Uma taxa de juros baixa, mantida por longo tempo, pode levar, dessa maneira, a uma elevação da cotação das ações. enquanto a taxa elevada pode causar o efeito contrário." (1985: pag 119)

Contudo, o volume de ações no mercado secundário é muito maior que o volume subscrito a cada momento no mercado primário. As ações compradas na Bolsa de Valores, pela cotação do dia, significa que seus investimentos são reavaliados diariamente, porém levando em conta muitos fatos irrelevantes, mas que afetam a expectativa psicológica do capitalista. Conclui-se que a atividade específica da Bolsa e o comércio de propriedade e, mais que isso, é essencialmente comércio especulativo de títulos de rendimento. é especulativo na essência,

pois uma vez inserida neste circuito jamais saem de circulação. Mesmo se retirando momentaneamente do mercado para fins de investimento, esta retornará a qualquer momento, num vai vem circular e não linear.

A especulação não afeta a empresa capitalista. A troca de propriedade, a contínua circulação, não influi na empresa uma vez esta fundada. As alterações de preços das ações não modificam o valor do rendimento, ao contrário a expectativa deste rendimento é que determina variações na cotação da ação:

É através das diferenças de compra e venda que se obtém este lucro diferencial. Tal lucro não é fruto de variações na apropriação da mais valia, nasce das expectativas de maior ou menor rendimento futuro.

Conclui-se, então, que a especulação consiste na exploração da variação de preços, porém sendo indiferente se os preços sobem ou descem, para o especulador o que importa é a oscilação e conseguir prever esta oscilação.

O especulador é uma figura muito frequente na Bolsa de Valores e sob certos aspectos é importante para manter a liquidez do mercado. Visto que o especulador age com racionalidade e audácia, assumindo riscos em troca de rentabilidades mais compensadoras, fica sujeito a maiores ganhos ou perda. Isto ocorre devido a avaliações opostas, na qual uma é correta e a outra não. Pois se todos avaliassem da mesma forma, não haveria lucro, este lucro nasce da diferença de opiniões a respeito de uma cotação futura, compondo assim o lucro especulativo. Deste modo é o especulador que, em busca de lucros diferenciais, estimula a negociação de títulos, garantindo a existência de um mercado líquido. É por isso que faz-se mister avaliar o especulador.

Segundo KEYNES, "O especulador é geralmente um profissional competente, dotado de julgamento seguro e de conhecimentos amplos. Além disso concentra mais energias, análises e previsões não no longo prazo sobre a renda provável do investimento. Concentra-se primordialmente em prever mudanças de curto prazo e com antecedência em relação ao público em geral" (Keynes, 1985: pag 113).

O especulador tem que antecipar variações iminentes que exercem maior influência sobre a psicologia coletiva do mercado. Esta psicologia aparece quando a hipótese de continuação indefinida do estado atual dos negócios é menos plausível do que usualmente, mesmo que não existam motivos para prever determinada mudança, o mercado terá opiniões otimistas e pessimistas, e que apesar de pouco razoáveis, serão legítimas na ausência de algo mais sólido para cálculos satisfatórios.

Keynes chega ao conceito de liquidez. Concentrar recursos na posse de valores líquidos será, então, regra fundamental do novo capitalista: o capitalista financeiro.

Deste modo, o indivíduo torna-se seguro em períodos curtos e por consequência e numa sucessão de vários períodos, desde que possa confiar na validade do raciocínio e ter a oportunidade de rever as decisões, modificando o investimento antes que ocorra grandes alterações, pois manter-se líquido não é apenas desfazer-se de seus bens no momento em que desejar, mas também sem perder seu valor quando convertê-lo em moeda.

A modernização dos mercados financeiros nos mostra que operações de investimento, que antes eram definitivas e irrevogáveis, passam a ter uma liquidez razoável. Apesar de muitos teóricos

concluírem que a especulação dificulta novos investimentos, a situação do especulador de que seu negócio é líquido estimula-o a correr riscos.

Por isso mesmo, Keynes assenta a base de sua carteira de investimentos na liquidez e na rentabilidade, sendo a taxa de juros o determinante da preferência do investimento. O motivo de assentar sua carteira deste modo é que tem incerteza nos investimentos e somente estando líquido é que se tem mobilidade para outro investimento.

Keynes não concordava que os fatos e expectativas fossem dados de forma definida e calculável, e que os riscos, embora admitidos, pudessem ser submetidos a cálculos exatos, como fazia Hicks. Este autor supunha que o cálculo de probabilidade, embora omitisse sua menção, fosse capaz de reduzir a incerteza à mesma posição calculável da certeza.

Continuando o raciocínio, Keynes afirmava que "num mundo no qual a acumulação de riqueza para um futuro indefinidamente adiado constitui fator importante e quando maior a parte proporcional desempenhada por tal acumulação de riqueza, mais essenciais se tornam as questões de liquidez, incerteza e expectativa." (In TAMAS, pag. 72)

A incerteza não é apenas a distinção entre o certo e o provável, é algo segundo o qual a perspectiva de ocorrência do fato é totalmente incerta. Para este fato não existe qualquer base científica para um cálculo probabilístico, ou seja, não sabemos nada a respeito.

Keynes define expectativa neste contexto: " Seria insensato na formação de nossas expectativas, atribuir grande importância a tópicos que para nós são muito incertos. É portanto razoável que nos deixemos guiar, em grande parte, pelos fatos que merecem nossa confiança, mesmo que sua relevância for menos decisiva para os resultados esperados do que outros fatos a respeito dos quais nosso conhecimento é vago e limitado." (1985: pag 110)

O que Keynes queria ressaltar, quando da elaboração do conceito de expectativa, e que é importante para sua análise de aplicação do capital, é que o estado de confiança é relevante pelo fato de ser um dos principais fatores que determinam a escala de eficiência marginal do capital, a qual é idêntica à curva de demanda de investimento.

Avançando para novas teorias sobre mercado financeiro, a Teoria do Portfólio de James Tobin é importante e tem conseguido muitos adeptos.

Tobin inicia seu livro afirmando que " há um abismo intelectual na economia, este se dá entre a teoria de bens e serviços e a teoria do valor da moeda".

Ainda afirma " que o retorno existe por conveniência e economia de se ter riqueza à disposição como meio de pagamento e da segurança de moeda comparada com outras reservas de valor".

Ao contrário da escola de Cambridge, que afirma que o capital ou vai para investimentos produtivos ou permanece líquido em forma de moeda, Tobin faz um desenvolvimento paralelo. Sua teoria do Portfólio é uma teoria da escolha envolvendo o risco. Aplicada a estratégia de seleção de carteira a teoria explica como a moeda encon-

tra lugar numa carteira racionalmente diversificada. Em tal teoria, a demanda de ativos por parte dos agentes, com restrição em suas riquezas confronta-se com o mercado de títulos.

A teoria deve ter um ativo e um investidor, e diz como determinar uma complementariedade e substitubilidade para satisfazer determinado tipo de investidor. Tal relação se dá utilizando os seguintes parâmetros:

- custo de troca dos ativos.
- previsibilidade dos valores futuros dos ativos reais e monetários.
- a possibilidade de mobilidade rápida de negociação do ativo.
- "timing" e previsibilidade das necessidades esperadas de riqueza dos investidores.

Assim, no mercado atual existe um vasto menu de ativos, cujos rendimentos são simplesmente poder aquisitivo generalizado. Os investidores não tem preferência intrínseca aos diversos tipos de estampas dos certificados e títulos financeiros. As ações são uma destas estampas, ou seja, um ativo a mais no menu dos investidores.

Minsky, um autor Pós-Keynesiano, afirma que "o pensamento Keynesiano, integrando o real ao financeiro, é o que permite analisar uma economia onde Wall Street é um fato. Só esta integração permite apreender aos problemas de instabilidade financeira". (MOLLO; 1988, pag 100)

Minsky sustenta sua teoria sobre o pilar de que "uma economia capitalista é instável devido a forças endógenas que refletem o processo de financiamento" (Minsky, 1980)

O capitalismo é instável devido à forma como a economia é financiada. Afirma MINSKY: "As preferências de portfólio e as

ofertas relativas determinam os preços de vários ativos de capital e financeiros, que diferem quanto aos seus rendimentos esperados, seus custos e sua liquidez (...) O valor monetário dos outros ativos financeiros é determinado por suas características especiais e sua relativa escassez" (1977, pag 141).

O processo de investimento, analisa Minsky, depende do alinhamento entre o preço dos ativos de capital e o preço dos bens de investimento, cujos principais determinantes são diferentes.

E o não alinhamento destes dois preços provocará a impossibilidade de investimento. Entretanto a preocupação fundamental do autor provém de como serão financiados estes investimentos. "O investimento depende do que é financiado, o que por sua vez, depende de um excesso do preço de demanda por investimento em relação ao preço de oferta da produção de bens de investimento".

As condições financeiras são vistas aqui não somente como óleo necessário ao bom funcionamento da engrenagem do sistema, mas sendo também um impulso suplementar, ao romper os limites das restrições orçamentárias dos capitalistas.

A condição de financiamento conveniente é básica para o financiamento da economia. Assim, a interação mercado financeiro e capitalistas e a diversidade de instrumentos financeiros permitem a substituição da moeda por ativos financeiros, o que permite o financiamento do investimento.

Se, por um lado, as condições financeiras são determinantes no processo de investimento da economia e, por outro, elas são endógenas, é necessário primeiro compreender bem como estas condições tendem a evoluir e depois entrar num processo de deterioração das

condições de financiamento, mostrando como a instabilidade é inerente ao sistema capitalista.

Partindo da análise de Minsky, e centrando minhas atenções no mercado acionário, posso afirmar que o negócio com ações tem um caráter dual, pois é uma importante alternativa de financiamento da economia quando se vende ações no mercado primário e é uma forma de desviar recursos dos investimentos para aplicação num mercado de capital fictício, o mercado secundário, ou mais precisamente a bolsa de Valores, o que implica em fragilizar ainda mais o mercado de financiamento.

A BOLSA DE VALORES

A palavra Bolsa no sentido financeiro, nasceu em Bruges, cidade da Bélgica, onde um senhor chamado Van der Burse, e em cuja fachada havia um escudo com três bolsas, brasão de armas do proprietário. (ver INTRODUÇÃO AO MERCADO DE AÇÕES : IBMEC)

Mas só no século XVIII estas instituições atingiram um grande desenvolvimento, quando as exigências de crédito, cada vez maiores, obrigaram os banqueiros a fracionar os empréstimos em títulos de participação. Com a expansão das sociedades por ações permitiu-se grandiosos agrupamentos de capital, onde estas assumiram um papel preponderante na oferta e procura por capital.

Na evolução do capitalismo, as funções da Bolsa de Valores vem se alterando. Nos seus primórdios, a Bolsa servia para transações de diferentes tipos de moedas e letras de câmbio, sendo necessário apenas a reunião de capitais monetários livres e que aceitassem os preços dos títulos ofertados para se efetivar as transações.

Mais tarde quando da criação e generalização da sociedade anônima na indústria verificou-se uma revolução nos mecanismos de crédito. Torna-se acolhedor o mercado acionário, pois propicia a obtenção de crédito, tendo com contrapartida o condicionamento de pagamento ao lucro. E mesmo quando este é alcançado, há uma possibilidade de redução do dividendo ao nível da taxa de juros, criando assim um mercado de juros capitalizado.

Neste ponto devo fazer uma distinção importante no que diz respeito a definição de mercado primário e mercado secundário. Essa distinção decorre das transações que se efetuam com os ativos financeiros, sub sequentemente à aquisição desses ativos quando de sua emissão. O mercado primário é aquele em que se realiza a primeira aquisição da ação, assim que emitido. É nesse mercado que efetivamente se transferem fundos de agentes superavitários para agentes deficitários, no financiamento de atividades produtivas. O mercado secundário é aquele em que são negociados ativos financeiros já existentes e primariamente adquiridos quando de sua primeira emissão, transferindo-se, assim, de um proprietário para outro.

Esse mercado não exerce precipuamente o fluxo agregado de financiamentos, sua finalidade principal é a de aumentar a liquidez do estoque de ativos financeiros da economia, tornando mais atraente sua aquisição primária. Assim, embora o estoque de ativos financeiros não seja diretamente alterado com as negociações secundárias, estas constituem uma das pré condições necessárias para o desempenho crescente do mercado primário.

É neste mercado secundário que surge o capital fictício. Aqui, novos capitais entram em circulação para obter lucros diferenciais por meio da compra e venda de ações.

Surge, então, a questão do tipo de atividade da Bolsa. A compra de títulos para fins de investimento não é função específica da Bolsa. Os títulos podem perfeitamente serem comprados em um banco. Portanto, pode-se dizer que a função essencial da bolsa é dar liquidez ao mercado de ações, pois no caso da não existência da Bolsa o capital utilizado na compra de uma ação ficaria imobilizado, não permitindo o refluxo da quantia principal assim que desejado, de estimulando a aquisição de novas ações. Desta função original derivou outra: promover e facilitar a antecipação da expectativa dos capitalistas a respeito da opinião geral, e com isso obter lucros diferenciais.

Portanto, a função essencial da Bolsa é a especulação. Tal especulação só ocorre devido à característica do capitalista de não agir como classe. Esta decisão individual propicia avaliações opostas, e como consequência lucros e prejuízos especulativos.

HILFERDING analisa a especulação: "esta não afeta a empresa capitalista, nem a fábrica, nem o produto. A troca da propriedade a contínua circulação, não tem influência na empresa, uma vez esta fundada. A produção e seu rendimento não são afetados pelo fato de os títulos de rendimento trocarem de mãos; as alterações do preço das ações tampouco modificam o valor do rendimento. Ao contrário, é uma paridade de condições, o valor do rendimento que determina estas variações de preço. A compra e venda desses títulos de juro é, portanto, um fenômeno puramente econômico, uma mera transposição na distribuição da propriedade privada, não exercendo influência alguma na realização do lucro". (1985 pag 139).

A bolsa tem outra característica importante, é nela que se reavalia diariamente, via oferta e procura, os investimentos em títulos de rendimentos futuros esperados. Nas palavras de KEYNES: " as reavaliações diárias da bolsa, embora se destinem principalmente facilitar a transferência de investimentos passados entre indivíduos, exercem inevitavelmente uma influência decisiva sobre o montante do investimento corrente. Com efeito seria absurdo criar uma empresa nova de certo custo, podendo-se adquirir outra idêntica por um preço menor, ao passo que há um incentivo para empenhar em nova transação, o que poderia parecer uma soma extravagante, se essa transação pudesse ser liquidada na Bolsa com um lucro imediato." (1985, pag 111)

CAPÍTULO 11

HISTÓRIA RECENTE DO MERCADO DE CAPITAIS
A INSERÇÃO DA BOLSA DE VALORES NESTE CONTEXTO.

O Brasil experimentou nas últimas décadas, modificações significativas na estrutura e modo de funcionamento de seu sistema financeiro. Estas modificações não se deram espontaneamente, como uma reação endógena ao processo acelerado de transformação econômica, ao contrário, foram precedidas e acompanhadas por mudanças tanto institucionais como legais, que regem o sistema econômico global, assim como seu sistema financeiro. É neste contexto que a Bolsa de Valores encontrou seu espaço no rol de opções de aplicação financeira.

Para explicar o significado econômico e financeiro da expansão e diversificação financeira recente, temos que entender o panorama histórico em que surgiu tais inovações.

O marco da explosão e da institucionalização do mercado financeiro, nesta estrutura em que se encontra hoje, foram as reformas financeiras ocorridas após o golpe militar de 1964.

Neste momento, o país vinha de um desenvolvimento econômico e industrial muito rápido, onde se identificava um desajuste entre oferta e demanda, de uma forma geral, implicando em estrangulamentos na integração industrial e mesmo um esgotamento da infra-estrutura.

tura vigente. Aliado a este problema o país se defrontava com novos problemas na formação de sua estrutura, tais como a inflação, que atrelada à "lei da Usura" (que limitava o aumento da taxa de juros), truncava o processo de desenvolvimento de um mercado financeiro que pudesse auxiliar o financiamento do desenvolvimento econômico nacional, assim como a situação do sistema monetário internacional, que passava por um período recessivo.

Portanto, neste momento fazia-se mister uma reforma institucional para romper o esgotamento do padrão de financiamento criado no Plano de Metas. Esta reforma iria além da reforma financeira, deveria passar por mudanças administrativas, tributárias e mesmo creditícias. Entretanto, para se concretizarem, estas reformas exigiam uma intervenção estatal como única forma de se criar um organismo integrado, e de forma até mesmo de conciliar as diferentes demandas da sociedade.

E foi neste espírito reformista que se gerou a principal inovação financeira, a qual reestruturaria o padrão interno de financiamento: A CORREÇÃO MONETÁRIA.

Para auxiliar a reforma, uma importante medida foi implementada: a extinção da SUMOC - Superintendência da Moeda e do Crédito - que não possuía instrumentos suficientes para o controle da oferta monetária. E para substituí-la criou-se o BANCO CENTRAL DO BRASIL e o CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, auxiliados ainda pelo BANCO DO BRASIL, formando-se assim, o triplice comando da condução da política econômica nacional.

Logo depois da criação destes órgãos, foi elaborado um plano para estimular o crédito a longo prazo para o setor privado.

24

Este plano passava , inevitavelmente pela institucionalização do mercado de capitais, e tendo como objetivo o estímulo ao desenvolvimento do mercado acionário e ao "locus" de liquidez deste mercado - A BOLSA DE VALORES. Para tanto, o governo estimulou as empresas a abrirem seu capital e negociá-lo em Bolsa. Os estímulos para a implementação deste mercado foram muitos, tais como a isenção fiscal para a aquisição de ações, criação de fundos incentivados, como o Fundo 157 e a aplicação dos recursos do PIS/PASEP no mercado acionário.

Tais estímulos representaram a declaração pública e definitiva das intenções do governo em instituir um mercado de capitais forte e de utilizá-lo em sua política global de desenvolvimento econômico e de controle da inflação. De fato, logo após da promulgação da lei 4728/65 que regulamentava o mercado acionário, o preço das ações cotadas em bolsa aumentaram significativamente, sob a perspectiva de um maior controle governamental.

Esta mesma lei autorizou a constituição dos Bancos de Investimento, e a estes caberia operar com o financiamento a médio e longo prazo e realizar lançamentos públicos de ações (Underwriting). Apartir de 1966, foram regulamentadas as atividades em Bolsa, das sociedades corretoras e das Distribuidoras de títulos e valores mobiliários, objetivando a modernização das instituições do mercado acionário.

Porém, o mercado acionário encontrou uma barreira intransponível - a resistência dos empresários em abrir o capital de suas empresas - pois estas não estavam acostumadas a prestar contas de seus atos administrativos, a quem quer que seja. Isto decorreu (e decorre) devido à estrutura familiar em que foi montada a empresa nacional.

Apesar dos prós e contras, a partir de 1968 o número de sociedades anônimas registradas no Banco Central aumentou acentuadamente, conforme nos mostra o quadro abaixo.

SOCIEDADES ANÔNIMAS REGISTRADAS NO BACEN

ANO	TOTAL
1968	289
1969	296
1970	400
1971	493

fonte: boletins do BACEN.

Embora os preços das ações aumentassem substancialmente, a partir de 1965, até 1968 o volume de negócios não eram expressivos. Aliados, a imaturidade do mercado e a própria conjuntura recessiva em que se encontrava o país até o ano de 1967 mantiveram a economia brasileira em permanente estado de incerteza, o que desestimulava o investidor a entrar em um mercado de risco, que concorria com um mercado de renda fixa, já indexado à inflação.

Quando, em 1968, a economia brasileira deu mostra de evidente recuperação, crescendo a uma taxa superior a 9% ao ano, houve uma reversão das expectativas, e os investidores reagiram vigorosamente aos estímulos governamentais. Em 1969/70 quase ninguém duvi-

dava que o mercado de ações e a Bolsa de Valores iriam assumir um papel importante no financiamento da indústria nacional. As emissões de ações aumentaram em 100% em 1969, e o número de novas empresas registradas para lançamentos públicos subiu de 27 em 1968 para 88 em 1970, totalizando neste período Cr\$ 750 milhões em novas captações.

Porém, a institucionalidade da Bolsa de Valores não estava preparada para tanto, pois mesmo antes do "BOOM" de 1971, as emissões de ações já davam sinais de enfraquecimento.

Mas o que foi a euforia de 1971? Neste momento o mercado acionário passava por uma intensa reformulação, juntamente com todo o mercado financeiro. E o excelente desempenho da economia em 1968, trouxe confiança para o mercado bursátil. Já estava se vivendo o "milagre econômico", onde se identificava uma taxa de inflação decrescente, uma melhoria das finanças governamentais, e um crescimento rápido das exportações brasileiras. Estes fatos estimularam e atraíram novos investidores ao mercado de ações.

Outro fato relevante é que, com a instituição da correção monetária, verifica-se a extinção do mercado não formalizado de dinheiro (agiotagem). Houve também a paralisação do mercado paralelo do dólar, com a instituição da taxa flexível de câmbio, via mini-desvalorizações. Certamente, estes fenômenos liberaram recursos que se destinaram em boa percentagem para o mercado secundário de ações, que possuía características semelhantes ao do mercado paralelo, ou seja muito especulativo e de enriquecimento rápido, motivado pelas bruscas

Este aumento estrondoso da demanda por ações, não encontrou a mesma elasticidade por parte da oferta, pois além de ser um mercado imaturo (novo), ainda havia uma certa ojeriza por parte do empresariado em abrir o capital.

Assim, o volume de recursos e de pessoas querendo comprar ação crescia exponencialmente, enquanto o volume de ações em oferta, nem mesmo em ritmo aritmético. Resultado: uma sobrevalorização veloz dos preços das ações.

O lucro dos primeiros investidores desencadeou uma busca alucinada por lucro rápido. Assim, houve uma fuga de recursos do sistema financeiro, para este mercado, inclusive investidores buscando recursos no mercado financeiro para aplicação no mercado especulativo da Bolsa de Valores. E até mesmo empresas e instituições financeiras aplicavam seus recursos ociosos em ações, para valorização de curto prazo. Para se ter uma idéia da intensidade deste movimento especulativo, basta dizer que em 1970 o volume de negócios em ações foi de Cr\$ 4,5 bilhões e em 1971 o volume superou a Cr\$25,5 bilhões.

E diante de tal ansiedade por ações, muitas empresas inundaram o mercado com novas emissões, e que eram rapidamente absorvidas pelo público, sem uma análise criteriosa do que se estava comprando. Consoante a tal fato, os especuladores mais experientes sentiram logo que a oferta de ações estava superando a demanda, e foram mudando sua carteira, saindo do mercado bursátil. A saída destes grandes "jogadores" desencadeou uma pressão vendedora em todo mercado, e que teve com resultado final um pânico generalizado, provocando pesadas perdas para aqueles que não "realizaram" seus "papéis" a tempo. Estas perdas foram tão intensas, que fica difícil afirmar que após 1971

algum investidor individual tenha mantido ações em sua carteira de aplicações.

Vale dizer, esta sobrevalorização ocorrida antes não trouxe nenhuma contribuição para o autofinanciamento das empresas, já que a especulação se deu a nível de mercado secundário. Assim, as relações entre esta expansão financeira e a aceleração do crescimento parecem estar reduzidas à euforia especulativa sem precedentes.

A consequência deste "BOOM" na Bolsa trouxe dois reflexos importantes: primeiro sobre o desenvolvimento e estabilidade do mercado de capitais, outro sobre a estrutura de financiamento das empresas.

O primeiro se relacionou com a perda de estabilidade e credibilidade na rentabilidade esperada na aplicação de recursos na Bolsa de Valores, que permitisse assegurar seu crescimento equilibrado a longo prazo. O segundo aspecto, referiu-se à forma de como as empresas abriram seu capital, neste período de euforia. Estimuladas pela possibilidade de revalorização de seus ativos, sem ônus fiscal, nem controle das aplicações, as empresas captaram recursos a baixos custos. Entretanto esta captação a baixo custo fez com que muitas empresas tornassem dependentes de novos desdobramentos do capital, que reduziram o custo de seu "capital trabalho", mas implicavam em taxas de riscos crescentes, dados os compromissos de pagamentos de dividendos, que iam acumulando e diferindo no tempo. Isto se agravou pelo fato de que muitas empresas estarem acumulando "capital fictício", sem contra partida na expansão equivalente da sua capacidade produtiva. Isto colocou em risco a taxa de lucro de longo prazo das

empresas e, portanto, deixou em suspenso a realização do valor de capital financeiro enquanto direito de propriedade sobre os lucros das empresas.

Após 1971, o mercado de ações viveu momentos difíceis. O período de estagnação se estendeu por vários anos, pelo menos até 1976. Neste período, foi tomada uma série de medidas por parte do governo e das autoridades monetárias, no sentido de recuperar os investidores, principalmente os investidores institucionais. Mas não se obteve sucesso, pois aliado à desconfiança destes, devido à "lombança do passado recente", o processo inflacionário - inimigo das aplicações em renda variável e de risco - voltava a se recrudescer.

Agravando o processo, as autoridades monetárias, neste período, passaram a praticar uma política de altas taxas de juros internas, para estimular os tomadores finais a captarem recursos no sistema financeiro internacional. Esta política se deveu a desequilíbrios na balanço de pagamentos, quando o governo necessitava de divisas, via entrada de recursos externos.

Outro fato gerador desta instabilidade financeira, foi o encurtamento do prazo de captação de recursos pelo governo, pois cada vez mais o Tesouro Nacional precisaria "rolar sua dívida", desestabilizando todo mercado financeiro.

Desde 1976, o mercado de títulos privados sofreu um processo de "crowding out" determinado pelos títulos públicos.

Este deslocamento de captação de recursos para o setor público foi motivado pelo fim das facilidades de obtenção de recursos no Sistema Monetário Internacional, aliado à política de encurtamento dos prazos de "rolagem" e "carregamento" da dívida pública in-

terna, determinado por grandes e crescentes necessidades de obtenção de recursos. Outro fator relevante para o estímulo a aplicação em títulos públicos foi a criação da carta de recompra por parte do BANCO CENTRAL e suas respectivas repassadoras, onde estes garantiam a recompra de títulos vendidos a um determinado período, menor que o da data do vencimento nominal. Isto implicou em dar às aplicações em títulos de curto prazo rendimentos pertinentes a aplicações de longo prazo, e com total liquidez, devido aos prazos exíguos de aplicação em títulos públicos, no mercado aberto. Ou seja o mercado financeiro nacional recebeu um título que possui características do, no mesmo investimento, o aplicador ter boa rentabilidade, liquidez quase imediata e segurança dada pelo aval do governo.

Todos estes agravantes, aliados à queda do ritmo do crescimento da economia e conseqüente declínio das expectativas de investimentos, acrescido da aceleração do ritmo da inflação, colaboraram para findar as perspectivas de crescimento do mercado acionário, naquele período.

Com todos estes desestímulos ao risco, gerados pela incerteza da conjuntura, a aplicação em renda fixa reinou no período. Assim, a Bolsa de Valores se mostrou fraca e inoperante para os fins para que foi criada, ou seja, dar liquidez e rentabilidade para o mercado acionário.

A recuperação da Bolsa só teve início com a retomada de crescimento econômico em 1983/84. Este período foi marcado pela política econômica onde "exportar é o que importava". Tais estímulos à exportação, combinada com a expansão da demanda externa, especialmente a norte americana, desencadeou uma onda de prosperidade em toda a economia, motivada por um aumento da renda nacional.

Este crescimento das exportações afetou as Bolsas de Valores, pois parte significativa das empresas e capital aberto tinham vínculos com o comércio internacional, e, senão o tinham, sofreu alguma influência via efeitos colaterais do crescimento das exportações.

Outro fato que se deve dar destaque refere-se à concentração de empresas que o período recessivo precedente trouxe. Esta concentração trouxe vantagens absolutas para as empresas de capital aberto, que geralmente eram líderes em seu setor, sendo então capazes de determinar a margem de lucro do setor, e, conforme estratégia conveniente, eliminar ou não suas concorrentes.

Alliado ao crescimento das exportações, houve o fato de o governo estar pressionado a gerar um superávit fiscal, e após ter aumentado a carga tributária sobre as pessoas físicas, voltou-se para o mercado financeiro. Foram definidas medidas que tornaram as operações no mercado secundário de títulos públicos extremamente burocratizadas. O que com certeza, trouxe benefícios extras às Bolsas de Valores.

Assim, no "balanço" das aplicações financeiras de 1983 e 84, a compra e venda de ações foi a aplicação mais rentável no "portfólio" dos investidores. O índice que sinaliza as oscilações bursáteis (IBOVESPA) teve uma valorização real de 176% e 67,41% respectivamente. Em 1984, o volume de negócios teve um crescimento real de significativo valor de 91,4%.

O ano de 1985 iniciou-se de maneira extremamente desfavorável a aplicações variáveis, principalmente pela transição política em que passava o país, motivo este que fez do "over night" a

aplicação preferida dos grandes investidores, preocupados com a segurança, a rentabilidade e a liquidez.

Além da transição política, 1985 foi marcado pela quebra de alguns bancos, o que serviu para deixar mais nervoso o já instável mercado acionário.

Ainda neste ano, o governo tomou medidas para reduzir o déficit público que, segundo as autoridades monetárias, teriam como efeito o combate à inflação, pela redução da demanda agregada e a diminuição das necessidades do governo financiar o déficit através do aumento da dívida pública ou da expansão da base monetária.

Em meados de 85, implantou-se um vigoroso movimento altista nas bolsas. Este movimento foi provocado por medidas que fortaleciam o mercado acionário como alternativa para a capitalização das empresas, inclusive estatais. As principais medidas implicaram em direcionar recursos de instituições e fundos, tais como o PIS e o PASEP para a compra de ações.

Outras medidas de impacto positivo às bolsas vieram em seguida, através de decisões do CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, entre as quais se destacam: a redução das aplicações compulsórias dos fundos de pensão e das seguradoras em títulos públicos; a transformação dos fundos 157 em fundos mútuos de ações, mantendo-se os prazos de resgate e o aumento de 10 para 12% do imposto de renda na fonte sobre ganhos de capital, no mercado aberto.

Além disso, a queda da inflação e a reversão da tendência de alta dos juros contribuíram para aumentar o clima de otimismo dos investidores, que encontraram um mercado com preços bastante atraentes para a compra, em decorrência do longo prazo de calma do mercado.

Porém, no segundo semestre, acirrou-se o conflito entre o então Ministro da Fazenda - Francisco Dornelles e o economista e Ministro do Planejamento, João Sayad.

Estas duas correntes de pensamento econômico tinham como centro da divergência a terapia a ser aplicada à crise das finanças públicas.

Por um lado, o ministro da Fazenda propunha um corte profundo nas despesas não financeiras do setor público, aliado a uma política monetária austera, que evitasse a expansão da base monetária.

No outro lado, estava o ministro do planejamento - João Sayad - tinha como solução para o agravamento das finanças públicas a queda induzida das taxas de juros que o governo sustentava nas aplicações com títulos públicos, que, mesmo desembocando numa maior oferta monetária, reduzisse o custo da dívida imediatamente.

Neste clima de conflito entre os ministérios ligados à economia, não poderia se esperar outra coisa, senão a busca de refúgios seguros na aplicação financeira, por parte dos agentes econômicos.

Em consequência deste debate, as carteiras de títulos dos grandes investidores na Nova República passaram a ser montadas com base em indicadores políticos.

No início do segundo semestre, os indicadores políticos já sugeriam um fortalecimento do ministro do Planejamento, que veio culminar com a demissão de Francisco Dornelles e da Diretoria do BACEN. A demissão de Dornelles trouxe nervosismo ao mercado financeiro. As bolsas de valores reagiram negativamente com expressivas que-

das, pois Dornelles apontava o mercado de capitais como alternativa de financiamento do setor privado. Os recursos de portfólio destinados à aplicação de risco dirigiram-se imediatamente ao mercado paralelo do dólar, pois este tinha um estimulante adicional: a preocupação com o futuro da política cambial a ser adotado pela nova direção econômica do país.

Foi então nomeado o novo Ministro da Fazenda, o peremedobista e empresário Dilson Funaro, que assume o Ministério com idéias semelhantes às do Ministro da Seplan, no que tange a crise financeira do governo.

Suas propostas iniciais eram abaixar os juros, para desestimular a aplicação no mercado financeiro e incentivar as atividades produtivas. Também acabou com o método de correção monetária obtido pela média aritmética dos últimos 3 meses, pois afirmava que esta fórmula tinha um caráter concentrador de rendas.

No final deste ano, Funaro e seus assessores começaram conversações com as classes trabalhadora e empresarial com o propósito de encontrar uma solução com objetivos comuns para a sociedade. Não encontrando um ponto comum entre as classes, Funaro partiu para o primeiro pacote de sua gestão - o "pacote fiscal" - com uma visão progressista, poupando os assalariados e majorando as alíquotas de imposto em aplicações financeiras.

Ao mercado acionário não agradou a nova política econômica. A consequência imediata foi a queda contínua das variações reais das cotações das ações, até janeiro de 1986. Mas, mesmo assim, esta queda contínua do índice que media as variações das ações não deixou de mostrar bons resultados, tendo um ganho real de 54,6% ao final do ano, liderando o roll de ativos financeiros, em ganho real.

33

Iniciou-se então o ano da política econômica heterodoxa: 1986. Ano em que "velhos magos" da economia são substituídos por novos, que até então não tinham tido a oportunidade de utilizar suas poções.

Neste momento o país atravessava um momento de grande instabilidade, onde as eleições municipais de 85 demonstravam o descontentamento com o governo do ex-presidente do PSDI, ou seja, do presidente Sarney. Este já tinha ciência de que estava sem bases políticas de sustentação.

Nas primeiras semanas de fevereiro de 1986, a estimativa de inflação sinalizava a casa dos 400%, e, pior, o clima no país já indicava o início de uma hiper-inflação, projetando para março uma inflação de 25% ao mês. A decisão governamental foi imediata: criar algo de novo para reverter o quadro social, político e econômico que estava se desenhando, afinal era um ano eleitoral.

O plano então articulado pela SEPLAN, e apoiado pelo Ministério da Fazenda, tinha como pontos fundamentais a reforma monetária, a desindexação da economia, e, via congelamentos, essencialmente acabar com a INFLAÇÃO, que, para os autores do Plano de Estabilização Econômica (Plano Cruzado), era uma inflação inercial, resultado de uma memória inflacionária e estimulada pela indexação.

Porém, para se entender o Plano Cruzado, deve-se atentar para a relação fundamental do diagnóstico do problema, a relação déficit público e mercado financeiro. Era extremamente interessante a desindexação da economia, principalmente para as Autoridades Monetárias, pois com a estabilização inflacionária havia a possibilidade de o governo monetizar a dívida pública e atuar com uma polí-

tica monetária ativa. Podia-se portanto reduzir o estoque da dívida pública, cuja rolagem constituía o principal agente de pressão para elevação das taxas de juros, e, conseqüentemente, da inflação.

Com o fim da correção monetária, o mercado financeiro teve reações instantâneas. O fim da ilusão inflacionária trouxe alterações fundamentais no comportamento dos investidores. Assim, os depósitos em caderneta de poupança sofreram um processo de retiradas abundante, e, em contra partida os depósitos à vista triplicaram imediatamente.

Os juros, suostamente reais, de aproximadamente 3%, desestimulavam as aplicações dos investidores viciados com a alucinação do ganho nominal, elevadíssimo.

Os mercados de renda variável sofreram então uma enorme pressão de demanda, principalmente o mercado acionário, que tinha como estimulante o desejo por parte do governo de dar incentivo a produção das empresas, o que prometia bons lucros futuros.

Neste contexto, não é de se estranhar que a Bolsa de Valores tenha subido no mês de março desse ano a estupenda marca de 90,9%, tendo como inflação deste mês o índice negativo de 0,4% aproximadamente.

Devido a esta alta absurda das bolsas, com a canalização de um volume insustentável de recursos, mostrando assim uma pressão na ponta "compradora", desequilibrou-se o mecanismo usual de fixação de preços de ações: o jogo da oferta e da procura.

Neste panorama, as Autoridades Monetárias resolveram intervir no mercado, restringindo a percentagem em ações que os investidores institucionais poderiam ter em suas carteiras. Esta in-

tervenção do governo trouxe desconfiança e insegurança por parte dos investidores, pois as Autoridades Monetárias, que já tinham controlado o mercado paralelo do dólar e os mercados de outros ativos, queriam regulamentar a discrepância de 90% de aumento real em uma economia na qual o investimento produtivo era a meta. Porém o governo interviu com muita rapidez e de forma errada, pois muitas empresas, ao sentirem o deslocamento de recursos para as bolsas iniciaram processos de lançamento de ações para subscrição, com o objetivo de aumentarem o capital para novos investimentos. Mas com a intervenção, estas novas ações só chegaram as bolsas quando estas já estavam desacelerando, provocando apenas uma pressão maior de queda.

Aliados a estes fatos tinha-se ainda a incerteza das contínuas mudanças na regra do jogo, o que certamente acentuou a pressão vendedora.

Outro fato relevante foi a irritação e a pressão dos banqueiros pois estes achavam que a bolsa estava absorvendo recursos que antes eram aplicados em CDB's (e outros ativos que são próprios dos bancos) e no mercado de curtíssimo prazo dos títulos públicos, onde o lucro bancário, via "spread de risco", era garantido.

Estos fatos causaram repressões bruscas nas cotações e como o aplicador em bolsa é sensível, verificou-se queda da mesma intensidade que a alta dos meses anteriores.

Ao findar-se o ano, teve-se como resultado um decréscimo de 13% real no índice BOVESPA. E, após 3 anos consecutivos de liderança no ranking dos investimentos, tal queda real foi para alguns apenas uma acomodação, enquanto para outros foi o início de queda semelhante a vista após 1971.

Outra explicação para a queda do índice está relacionada com o aumento dos custos industriais, sem a possibilidade da indústria acrescentar estes custos na formação de seus preços oficiais. Resultado, as empresas reduziam sua margem de lucro ou vendiam seus produtos com ágio. Nos dois casos a bolsa saíria prejudicada. No primeiro, a queda da lucratividade refletiria em seus balanços, e conseqüentemente nos dividendos esperados e/ou pagos.

No caso do ágio, além de a empresa não demonstrar o dividendo, teria que inverter recursos obtidos de forma ilegal em investimentos que não demonstrasse tal excesso. Dessa forma, o mercado paralelo de dólares foi o lugar ideal para os recursos oriundos de ágios. Tanto é verdade que, ao final do ano o dólar, juntamente com a caderneta de poupança, foram os únicos ativos financeiros que deram ganhos reais no ano "produtivo" de 1966.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Quando se discute o comportamento da bolsa de valores, logo vem a lembrança as imagens do "crash de 1929", em que ações de grandes companhias americanas literalmente "viraram pó", e, diz a lenda, alguns investidores completamente desorientados atiravam-se do alto dos edifícios como última atitude de desespero.

No caso brasileiro, também ainda estão vivas as imagens da euforia e da quebra de 1971, quando pessoas vendiam apartamentos, casas, jóias, etc, para aplicar em ações, e de repente se viram com uma grande quantidade de papéis nas mãos, com valor pratica-

mente nulo. Quem não se lembra da ação do Banco do Brasil caindo em pouco tempo de Cr\$ 60,00 para menos de Cr\$ 1,00.

A recente corrida às bolsas, com índices subindo vertiginosamente, de certa forma fez renascer os temores de que os acontecimentos de 1971 poderiam se repetir. Para esta análise, é importante traçar um paralelo entre os dois períodos.

Uma semelhança que existiu entre 1971 e 1986 foi a pouca importância que a maioria dos investidores deu a alguns dados técnicos que influem na formação dos preços das ações, principalmente os P/L (preços sobre os lucros).

Na época do Plano Cruzado, o "boom" da Bolsa com a existência de P/L excessivamente elevados não significou demonstração de irresponsabilidade ou falta de informações do investidor, pois houve uma mudança radical nos rumos da economia, que fez com que a expectativa de desempenho futuro das empresas passasse a ter peso maior no processo de formação dos preços das ações. Como o Plano Cruzado estimulou de fato a atividade produtiva, foi natural que as ações tivessem subido, sob este argumento.

A implementação do Plano de Estabilização mudou subitamente a posição relativa das ações entre as opções de investimento. Mesmo com toda esta valorização, o valor patrimonial destas ações continuou baixo, diferentemente do que aconteceu em 1971.

Isso por que o processo de desenvolvimento econômico e a aceleração inflacionária, fizeram com que o valor real dos bens do ativo permanente das empresas ficassem subavaliados.

Uma diferença radical entre as cotações das ações é que em 1971 uma ação do Banco do Brasil chegou a ser cotada a quase

US\$ 40, e, em meados de 86, mesmo com o excepcional crescimento a cotação, atingiu o máximo de US\$ 0,57.

Outra diferença fundamental entre os problemas de 1971 e 1986 foi a atuação dos fundos e outros investidores individuais, que não existiam em 1971. Estes contribuíram para aumentar o grau de segurança das aplicações em bolsa, tanto pela redução do risco, por serem aplicadores de longo prazo, como pelo significativo volume de recursos que aplicam. Além disso, não se observou como naquele período, pessoas vendendo irracionalmente seus ativos para aquisição de ações.

Outro fato de relevância foi a estrutura que a Bolsa e as Autoridades Monetárias passavam a possuir, revolvendo que, se esta estrutura já estivesse montada, muitos dos fatos de 1971 poderiam não ter ocorrido.

CAPÍTULO III

CONCLUSÃO

Talvez melhor do que tentar analisar as Bolsas de Valores sob a luz dos acontecimentos econômicos e políticos, ou como mero agente de especulação capitalista, seja analisá-las como uma atividade auto-sustentável, que se basta a si própria. Sob este ponto de vista, as causas das oscilações definitivamente se encaixam melhor.

Pelo lado das empresas, a vantagem de ter um mercado acionário poderoso ao alcance das mãos é obvio. Num mercado forte, as chamadas de capital tornam-se fáceis. Uma empresa que identifica uma oportunidade de expansão, em vez de recorrer a empréstimos para financiar seus planos, fazendo uma chamada de capital junto aos seus acionistas, conseguem dinheiro de uma maneira muito mais barata e segura.

Um mercado forte e atraente também valoriza o capital das empresas, tornando possível e até atraente a abertura de capital das empresas limitadas. Neste contexto, as Bolsas brasileiras encontram, ainda, uma barreira muito forte: a predominância da empresa familiar, na qual o empresário é um indivíduo que possui aptidões e tino comercial naturais para a direção de sua empresa, o que faz todas as ordens partirem de sua mesa, retornarem tecnicamente estudadas e

se decidir. Ou seja, tais empresas não tem divisões técnicas e de planejamento independentes e com um mínimo de autonomia para digerir recursos e implantar planos setoriais capazes de estimularem o aumento dos lucros e da capacidade instalada. Vale dizer, nestas empresas os dirigentes profissionais apenas cumprem ordens, executando tarefas técnicas, participando minimamente das tomadas de decisão. Entretanto, estas empresas tem duração limitada, pois findando-se o homem prodígio, esta não terá uma estrutura montada para sua perpetuação.

Outro aspecto peculiar que pude alcançar em meus estudos é que as Bolsas de Valores se alimentam da expectativa do desenvolvimento das empresas. Porém, aqui existe um paradoxo: os investidores acreditam muito mais em lucro quando da ocupação da capacidade ociosa das empresas do que quando do efetivo investimento destas. Isto se deve ao fato de que estes capitais possuem mobilidade quase instantânea, e deste modo estão sempre dispostos a buscar em curtos espaços de tempo o lucro extraordinário que qualquer empresa esteja obtendo. Em direção oposta, não se objetiva investir em busca de lucros futuros e de longo prazo, pois a frase atribuída a Keynes vale muito na Bolsa, ou seja: "No longo prazo estaremos todos mortos."

Observa-se então que existe um desvio fundamental entre o objetivo das empresas e o objetivo dos aplicadores, pois a função original da Bolsa, na visão empresarial, é facilitar a captação de recursos para investimentos de longo prazo, a custos menores, em troca de parte destes lucros empresariais. E na visão dos aplicadores é o lucro de curto prazo que interessa, não levando em consideração a parte que receberá dos lucros da empresa em forma de dividendos, mas somente a valorização rápida das cotações de suas ações na Bolsa de Valores.

O fascinante da Bolsa é que este caráter dual que ela possui, e contrabalança as duas correntes de pensamento que analisam a sua função. Pois são necessárias novas emissões para o desenvolvimento do mercado especulativo, e é necessária a especulação para que o mercado consiga certa liquidez capaz de gerar capacidade de entrada de novos recursos que adquiram novas ações. Deste modo as duas funções avaliadas são corretas se analisadas em conjunto, e de fácil refutação quando atacada por um prisma único e tendencioso.

Pontanto, ousar afirmar que a Bolsa de Valores, nos moldes em que funciona hoje, não é um indicador de rentabilidade das empresas, mas sim do grau de risco e incerteza que o retorno do capital aplicado em ações terá a curto prazo.

Deste modo, no atual contexto nacional, ninguém parece estar disposto a investir por um período maior que 30 dias. Nos vários mercados financeiros a preferência é pela liquidez, abrindo-se mão até mesmo de uma maior rentabilidade, o que direcciona muitos recursos para o "over night", ou aplicações de renda fixa, onde a liquidez é fundamental.

E a economia funcionando somente no curto prazo, pois não existe no país, a muito tempo, planos macro-econômicos de desenvolvimento de longo prazo, não se pode avaliar a original função das Bolsas. A situação torna-se ainda mais delicada se considerarmos o atual quadro político em que se encontra o país, onde há uma crise de liderança e descrença nos dirigentes, por parte da Sociedade.

Não podemos minimizar também a importância das entidades que intermediam os negócios nas bolsas. Estas entidades com fins únicos de obtenção de lucros induzem a criação de inovações fi-

nanceiras onde não interessa de que forma seus "clientes" ganharão, seja através de altas na bolsa, seja através de baixas. Estas operações são feitas principalmente no mercado de opções e no mercado de índices futuros, nos quais o investidor literalmente aposta no comportamento de curto prazo, nas cotações das ações e suas variações, não interessando ao investidor se determinada empresa terá bons ou maus lucros, mas sim se ela oscilará suas cotações. Estas inovações financeiras, como diria Minsky, só tem como função trazer instabilidade para o mercado, pois desvia cada vez mais as Bolsas de sua função: o auto financiamento das empresas.

Outro aspecto que devemos considerar ao analisar a Bolsa é sua posição relativa, comparativamente aos demais ativos financeiros. Como teoriza Tobin, o aplicador optará pela aplicação em determinado mercado de capital não pelo que este representa em um contexto macro econômico, mas sim o que ele oferece em termos de vantagens comparativas no mercado financeiro como um todo. Ou seja, o investidor opta por uma carteira de ativos que tenha mais ou menos rentabilidade, liquidez e segurança, conforme o nível de certeza ou incerteza que tal mercado de capital possua. Assim, em épocas de estabilidade econômica, onde o risco de falências e de depressão do consumo são muito menores o investidor tenderá a aplicar em ativos em que a rentabilidade é maior. Já no caso inverso, onde impera a incerteza é muito provável que o possuidor de capital financeiro abrirá mão de parte da rentabilidade em troca de segurança e/ou liquidez. Deste modo quando se analisa a Bolsa de Valores no Brasil não se pode avaliar seu desempenho sem se levar em conta o poder que o over night possui, o que deixaria até mesmo Tobin sem resposta para sua teoria do Port

fólio, pois o over é o único ativo financeiro que possui as três características essenciais de um ativo financeiro (liquidez, segurança e rentabilidade), e com pesos bem distribuídos.

Resta ainda explicar as vantagens para os investidores, que podem acolher com um mínimo de esforço lucros que não são conseguidos em outros tipos de ativos. Neste peculiar acredito que dois fatores são importantes, um exógeno proveniente de alguma medida de relevância para o mercado, tomada por parte das autoridades monetárias ou mesmo de grandes especuladores e que influenciarão todo mercado, e um fator endógeno onde os primeiros resultados desencadeiam uma onda de reações idênticas que se propagarão no tempo, até que um novo fator exógeno interrompa este período. Melhor explicando: supondo que um fator externo qualquer, seja ele macro econômico, especulativo, ou mesmo uma reação a variações em outros mercados de capital, inicie uma fase de pressão compradora nas Bolsas de Valores. Num primeiro momento, os detentores das ações venderão suas ações com grandes lucros e novos investidores entrarão no mercado. Estes primeiros que obtiveram lucro irão investir em novas ações aplicando seu capital original e seu lucro, inflacionando o mercado. Esta busca por novos lucros e estes reinvestimentos gerarão novos lucros diferenciais para os atuais detentores de ações, que desencadeará um crescimento endógeno independente de modificações de rentabilidade das ações ou em suas relações técnicas de preços. Ou seja, iniciada uma tendência, e não existindo fatores que façam a maioria dos investidores acreditarem em reversão da tendência o processo iniciado tenderá a se perpetuar no tempo, até que a média das médias dos investidores não mais acreditem na capacidade de absorção de valorização destes ativos, iniciará, en-

tão, o processo inverso que também um efeito cascata levando a desvalorização das ações a níveis abaixo do real e necessário.

Passo agora a descrever os problemas das Bolsas de Valores brasileiras, mais especificamente a bolsa de São Paulo.

Para analisarmos o desempenho desta temos que considerar que esta foi a aplicação mais rentável na década de 80, em termos de valorização real, anual. Isto ocorreu numa década em que a pressão da dívida interna entre outros problemas, trouxeram inovações infindáveis para os títulos negociados no mercado financeiro, principalmente títulos públicos.

A explicação parece-me simples, embora muitos economistas não concordem com esta visão de que o Estado é o suporte da empresa nacional. Acho que o Estado é o principal demandante, seu principal financiador e incentivador. Deste modo, uma parte significativa da captação obtida no mercado financeiro, via títulos do governo tinham como objetivo o financiamento da industria nacional. Deste modo, o não crescimento da bolsa no rol de ativos financeiros deve-se ao fato de que as empresas não necessitavam se auto financiarem, pois obtinham financiamento a juros subsidiados, de longo prazo e não precisariam abrir mão de parte significativa de seus lucros, como o faz quando da venda de ações no mercado acionário

Em relação às bolsas Brasileiras, mais de 80% do volume de negócios estão reunidos em menos de 15 papéis, que praticamente determinam o comportamento geral do mercado. Esta concentração prejudica o andamento normal do mercado, pois resultados anormais motivados por fatores diversos, como sazonalidade, variações relativas do lucro esperado ou qualquer outro fator mais ou menos relevante nes

tas empresas ditará o comportamento dos aplicadores que temerão em colocar seus recursos em outras empresas que possuem lucros extraordinários. Volta-se mais uma vez a análise média das médias das opiniões dos Investidores.

Como perspectiva para o momento em que vivemos, onde se detecta o esgotamento do padrão de financiamento do governo para o setor privado, pois hoje o governo utiliza-se da captação do mercado financeiro apenas para conseguir rolar sua dívida interna já existente, vislumbra à bolsa como alternativa viável para o auto financiamento das empresas. Entretanto esta posição de tomador líquido de recursos por parte do governo deve ser diminuída, utilizando-se de métodos heterodoxos para a contenção do aumento das taxas de juros, e abrindo a possibilidade de novas empresas obterem financiamento através de captação própria, evitando assim o processo de obsolescência que começa a despontar no horizonte de nosso parque industrial.



VI. BIBLIOGRAFIA

Os textos que incentivaram a proposição deste tema foram:

A - LITERATURA TEÓRICA:

1- Keynes , John Maynard

TEORIA GERAL DO EMPREGO; DO JURO E DA MOEDA

1936 Cambridge Tradução Ed. Abril cultural 1983.

2- Kalecki , Michal

TEORIA DA DINAMICA ECONOMICA

1954 Cambridge tradução Abril Cultural 1985.

3- Hilferding , Rudolf

O CAPITAL. FINANCEIRO

1910 Berlim Tradução Abril Cultural 1985.

4- MARX, Karl

O CAPITAL.

Tradução Abril cultural 1983.

5- TOBIN, James

A TEORIA DO PORT FOLIO

1977 editora abril



6- Minsky,
 Coletânea de vários textos.
 1977, 1980

B LITERATURA HISTÓRICA:

1- Tavares , Maria da Conceição
 DA SUBSTITUIÇÃO DE IMPORTAÇÕES AO CAPITALISMO FINANCEIRO (em en-
 saios sobre Economia Brasileira) Rio de Janeiro 1975 - Cap II.

2- -----
 NATUREZA E CONTRADIÇÕES DO DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO RECENTE NO
 BRASIL. Rio de Janeiro , IBMEC 1971 - Cap IV da op. cit.

C- LITERATURA FINANCEIRA:

1- Vários , Coordenado pela comissão de Educação da CNBV
 INTRODUÇÃO AO MERCADO DE AÇÕES.
 São Paulo 1985 IBMEC

2- FILLARDO , Maria J.. Rangel
 FONTES DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS NO BRASIL.
 Prêmio BNDES 1980.

3- CALABI , Andrea; LEVY , Paulo M.

GERAÇÃO DE POUPANÇA E ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS NO BRASIL.
IPE . USP 1978.

D- LITERATURA COMPLEMENTAR :

1- Textos para fontes primárias dos periódicos:

A FOLHA DE SÃO PAULO

GAZETA MERCANTIL

O ESTADO DE SÃO PAULO

REVISTA SENHOR

REVISTA EXAME

BOLETIM DIÁRIO DE INFORMAÇÕES DA BOVESPA

BOLETINS DO BANCO CENTRAL

REVISTA DE CONJUNTURA ECONÔMICA

REVISTA BOLSA

OUTROS.

2- MIRANO , Sedi

PESQUISA SOCIAL . PROJETO E PLANEJAMENTO

ed: t:a: Quatroz São Paulo . 1979.

ANEXO ESTATÍSTICO

EMISSÕES DE AÇÕES E DEBÊNTURES

ANO	EMIÇÃO DE DEBENTURES	VOLUME EM C2\$ MILHOES
1970	6	86,2
1971	1	2,0
1972	-	---
1973	5	121,2
1974	3	100,0
1975	2	100,6
1976	3	390,5
1977	2	105,0
1978	2	450,0
1979	7	1.983,5
1980	44	16.229,2
1981	185	162.029,3
1982	256	316.117,5
1983	162	404.019,5
1984	DNE	228.467,2
1985	DNE	89.657,2
1986	DNE	90.535,4

DNE - Dados não encontrados.

ÍNDICE BOVESPA - VARIAÇÕES ANUAIS

ANO	FECHEAMENTO EM DEZEMBRO	VARIAÇÃO ANUAL %
1968	184	---
1969	510	177,17%
1970	795	55,88%
1971	1.749	120,00%
1972	1.016	-41,91%
1973	1.071	5,40%
1974	1.420	32,58%
1975	1.920	35,49%
1976	2.360	22,66%
1977	3.345	41,73%
1978	3.548	6,07%
1979	5.538	56,08%
1980	8.069	45,70%
1981	17.120	112,17%
1982	26.220	53,15%
1983	203.500	676,12%
1984	1.306.800	442,00%
1985	6.554.000	401,50%
1986	9.258.000	41,43%

COMPARAÇÃO CORREÇÃO MONETÁRIA E INFLAÇÃO

ANO	CORREÇÃO MONETÁRIA	INFLAÇÃO (IGP)
1969	18,5	20,2
1970	19,6	19,2
1971	22,7	19,8
1972	15,3	15,5
1973	12,8	15,5
1974	33,3	34,5
1975	24,2	29,4
1976	37,2	46,3
1977	30,1	38,8
1978	36,2	40,8
1979	47,2	47,2
1980	50,8	110,2
1981	95,6	95,2
1982	97,8	99,7
1983	156,6	211,0
1984	215,3	223,8
1985	219,4	235,1
1986	50,7	65,03

ANO	EMISSÃO DE AÇÕES	VOLUME EM C=5 MILH
1970	131	443,3
1971	307	2.944,2
1972	115	644,9
1973	125	782,8
1974	76	704,8
1975	47	493,1
1976	71	1.373,0
1977	72	1.905,1
1978	73	8.121,2
1979	72	15.142,9
1980	123	34.281,5
1981	78	27.108,3
1982	82	84.504,6
1983	72	144.608,7
1984	DNE	362.597,7
1985	DNE	403.506,0
1986	DNE	837.126,3

DNE Dados não encontrados

EMISSIONES DE DEBENTURAS		EMISSIONES PUBLICAS DE ACCIONES	
Periodo	Volume NCz\$	Periodo	Volume NCz\$ *
1978.....	33.574.813	1978.....	643.537.195
1979.....	96.126.866	1979.....	699.997.358
1980.....	366.938.236	1980.....	784.381.631
1981.....	1.616.134.470	1981.....	293.815.664
1982.....	1.779.262.099	1982.....	481.021.178
1983.....	928.687.624	1983.....	295.270.435
1984.....	406.582.922	1984.....	645.282.381
1985.....	159.553.503	1985.....	718.083.220
1986.....	161.117.694	1986.....	1.489.758.158
1987.....	24.919.846	1987.....	362.376.142
1988.....	2.433.341.089	1988.....	379.301.861
jan.....	10.735.634	jan.....	44.023.248
fev.....	10.101.540	fev.....	6.243.324
mar.....	7.691.809	mar.....	8.598.903
abr.....	18.314.410	abr.....	8.292.548
mai.....	22.756.135	mai.....	25.097.269
jun.....	231.153.116	jun.....	18.413.723
jul.....	—	jul.....	39.402.202
ago.....	20.444.810	ago.....	49.577.940
set.....	1.869.431.633	set.....	57.709.525
out.....	7.402.545	out.....	3.836.348
nov.....	24.817.180	nov.....	23.606.921
dez.....	210.492.277	dez.....	94.499.910
1989.....	—	1989.....	15.414.456
jan.....	—	jan.....	15.414.456

Valores atualizados com base no IGP-DI - jan/89 = 9.253,97

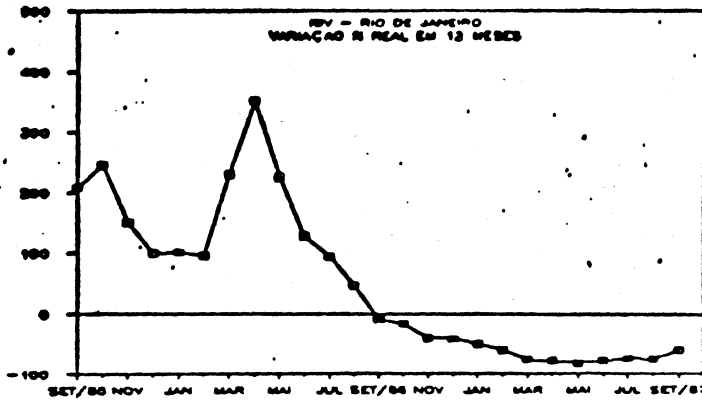
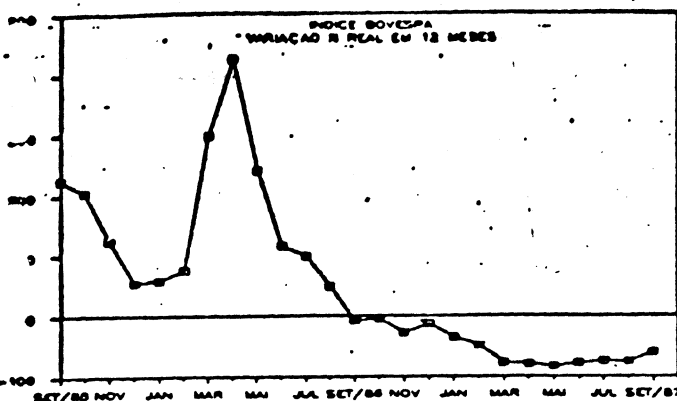
* Valores atualizados com base no IGP-DI - jan/89 = 9.253,97

ABERTURA DE CAPITAL Via emissão de			
Periodo	Ações	Debêntures	Total
1978.....	7	—	7
1979.....	10	1	11
1980.....	26	18	44
1981.....	18	49	67
1982.....	16	71	87
1983.....	8	34	42
1984.....	20	14	34
1985.....	31	9	40
1986.....	50	1	51
1987.....	11	3	14
1988.....	11	3	14
jan.....	—	—	—
fev.....	—	—	—
mar.....	—	1	1
abr.....	—	—	—
mai.....	—	—	—
jun.....	3	—	3
jul.....	—	—	—
ago.....	2	—	2
set.....	5	1	6
out.....	—	—	—
nov.....	1	1	2
dez.....	—	—	—
1989.....	—	—	—
jan.....	—	—	—

Inclui registros de abertura de capital sem emissão de valores mobiliários, por já existir suficiente dispersão acionária.

ABERTURA DE CAPITAL VIA EMISSÃO DE AÇÕES E DEBENTURAS 1985 - 1986 - 1987 - 1988 - 1989										
Mês	Via Emissão de Ações					Via Emissão de Debêntures				
	1989	1988	1987	1986	1985	1989	1988	1987	1986	1985
Jan.....	—	—	3	1	3	—	—	—	—	2
Fev.....	—	—	—	1	2	—	—	—	—	—
Mar.....	—	—	—	1	1	—	1	—	—	2
Abr.....	—	—	—	6	2	—	—	—	—	—
Mai.....	—	—	1	6	1	—	—	1	1	—
Jun.....	—	2	—	7	1	—	—	—	—	2
Jul.....	—	—	1	9	3	—	—	1	—	—
Ago.....	—	2	—	3	—	—	—	—	—	—
Set.....	—	4	1	4	1	—	1	—	—	—
Out.....	—	—	—	2	2	—	—	—	—	1
Nov.....	—	1	—	1	4	—	1	—	—	2
Dez.....	—	—	—	2	4	—	—	1	—	—
TOTAL.....	—	9	6	43	24	—	3	3	1	9

Exclusive registros de abertura de capital sem emissão de valores mobiliários, por já existir suficiente dispersão acionária.



BOVESPA (FECHAMENTO) - SAO PAULO

IBV (MEDIO) - RIO DE JANEIRO

	INDICE ⁽¹⁾		VARIACAO %		INDICE ⁽²⁾		VARIACAO REAL %			INDICE ⁽¹⁾		VARIACAO %		INDICE ⁽²⁾		VARIACAO REAL %	
	NO MES	EM 12 MESES	NO MES	EM 12 MESES	DEFLACIONADO	NO MES	EM 12 MESES	NO MES		EM 12 MESES	DEFLACIONADO	NO MES	EM 12 MESES	NO MES	EM 12 MESES	DEFLACIONADO	NO MES
70	0.850	54.6	27.05	29.7	0.564	112.3	58.49	78.0									
71	1.911	113.0	48.23	78.3	1.217	115.7	105.57	80.5									
72	1.007	-44.4	23.17	-52.0	0.605	-50.3	45.38	-57.0									
73	1.055	4.8	21.01	-9.3	0.559	-7.7	36.26	-20.1									
74	1.441	36.6	21.34	1.5	0.795	42.2	38.33	5.7									
75	1.943	34.8	22.24	4.2	1.063	33.8	39.64	3.4									
76	2.410	24.0	18.86	-15.2	1.244	17.0	31.70	-20.0									
77	3.397	41.0	19.15	1.6	1.577	26.8	28.96	-8.7									
78	3.549	4.5	14.21	-25.8	1.616	2.5	21.07	-27.2									
79	5.558	56.6	12.56	-11.6	2.411	49.2	17.74	-15.8									
80	8.014	44.2	8.61	-31.4	3.441	42.7	12.05	-32.1									
81	17.135	113.8	9.43	9.5	8.339	142.3	14.96	24.2									
82	28.084	63.9	7.74	-17.9	13.556	62.6	12.17	-18.6									
83	241.100	758.5	21.37	176.0	100.000	637.7	28.87	137.2									
84	1306.800	442.0	35.77	67.4	474.350	374.4	42.29	46.5									
85	6554.000	401.5	55.30	54.6	3092.850	552.0	85.00	101.0									
1986																	
JAN	6646	1.4	432.3	48.2	-12.8	59.0	2897	-6.3	577.1	68.5	-19.4	102.3					
FEV	8242	24.0	508.8	52.3	8.4	75.2	3294	13.7	585.2	68.1	-0.6	97.2					
MAR	15735	90.9	1125.7	100.0	91.1	297.9	4831	46.7	915.1	100.0	46.8	229.6					
ABR	19426	23.5	1416.6	122.5	22.5	423.9	5755	19.1	1206.6	118.2	18.2	351.3					
MAI	17288	-11.0	828.2	107.5	-12.2	240.8	5641	-2.0	786.2	114.3	-3.3	225.4					
JUN	15636	-9.6	452.1	96.0	-10.7	115.9	5620	-0.4	484.6	112.4	-1.6	128.6					
JUL	15906	1.7	374.6	96.5	0.5	99.7	5294	-5.8	363.9	104.6	-6.9	95.2					
AGO	13095	-17.7	215.1	78.2	-19.0	48.7	4635	-12.4	211.3	90.1	-13.9	46.9					
SET	9973	-23.8	83.1	58.5	-25.1	-7.3	3562	-23.1	81.9	68.1	-24.4	-7.9					
OUT	12004	20.4	77.5	69.1	18.1	-3.9	4091	14.9	54.6	76.7	12.7	-16.3					
NOV	9473	-21.1	24.9	52.8	-23.6	-27.2	3189	-22.0	3.8	57.9	-24.5	-39.5					
DEZ	9258	-2.3	41.3	48.1	-8.9	13.0	2948	-7.6	-4.7	49.9	-13.8	-41.3					
1987																	
JAN	7103	-23.3	6.9	31.6	-34.3	-34.5	2375	-19.4	-18.0	34.4	-31.0	-49.8					
FEV	6838	-3.7	-17.0	26.7	-15.5	-49.0	2169	-8.7	-34.2	27.6	-19.8	-59.5					
MAR	6634	-3.0	-57.8	22.6	-15.2	-77.4	2155	-0.6	-55.4	24.0	-13.2	-76.0					
ABR	8577	29.3	-55.8	24.2	6.9	-80.2	2734	26.9	-52.5	25.1	4.9	-78.7					
MAI	7673	-10.5	-55.6	17.6	-27.4	-83.7	2645	-3.3	-53.1	19.7	-21.5	-82.7					
JUN	11126	45.0	-28.8	20.2	15.0	-79.0	4076	54.1	-27.5	24.1	22.2	-78.5					
JUL	13701	23.1	-13.9	24.2	19.5	-75.0	4691	15.1	-11.4	26.9	11.7	-74.3					
AGO	11477	-16.2	-12.4	19.0	-21.2	-75.7	4152	-11.5	-10.4	22.4	-16.8	-75.1					
SET	14808	29.0	48.5	23.2	22.1	-60.3	5273	27.0	48.0	26.9	20.2	-60.4					

FONTE: BOLSAS DE VALORES E CENARIOS.
 NOTAS: (1) SERIE COMPATIBILIZADA COM A BASE ATUAL - LEVANDO EM CONTA INCLUSIVE ALTERACOES METODOLOGICAS - PARA PERMITIR COMPARACOES AO LONGO DO TEMPO; POSICAO NO FIM DO MES. (2) DEFLATOR; INDICES OFICIAIS DE INFLACAO -- VER TABELA "INFLACAO E CAMBIO"; BASE: MARCO/86 = 100.

POUPANÇA BRUTA

RELAÇÃO COM O PIB

EM CZ\$ MILHÕES E EM %

ANOS	PIB	PB	%
1970	194	37	19.07
1971	260	48	18.46
1972	349	64	18.34
1973	487	103	21.15
1974	714	133	18.63
1975	1005	216	21.49
1976	1626	312	19.19
1977	2487	490	19.70
1978	3621	691	19.08
1979	6041	1075	17.80
1980	12639	2162	17.11
1981	24737	4431	17.91
1982	48148	6808	14.14
1983	118195	14566	12.32
1984	387968	64245	16.56
1985	1406077	252216	17.94

ONTE: CONTAS NACIONAIS. CONJUNTURA
ECONÔMICA. MAIO DE 1987.

POUPANÇA BRUTA

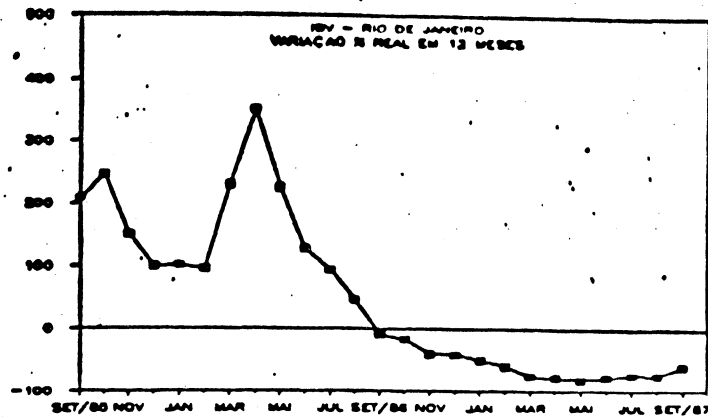
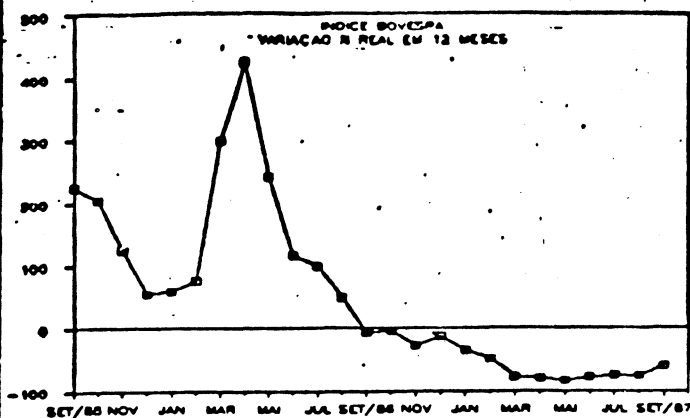
RELAÇÃO COM O PIB

EM CZ\$ MILHÕES E EM %

ANOS	PIB	PB	%
1970	194	37	19.07
1971	260	48	18.46
1972	349	64	18.34
1973	487	103	21.15
1974	714	133	18.63
1975	1005	216	21.49
1976	1626	312	19.19
1977	2487	490	19.70
1978	3621	691	19.08
1979	6041	1075	17.80
1980	12639	2162	17.11
1981	24737	4431	17.91
1982	48148	6808	14.14
1983	1118195	14566	12.32
1984	387968	64245	16.56
1985	1406077	252216	17.94

ONTE: CONTAS NACIONAIS. CONJUNTURA
ECONÔMICA. MAIO DE 1987.

BOLSA DE VALORES



BOVESPA (FECHAMENTO) - SAO PAULO

IBV (MÉDIO) - RIO DE JANEIRO

	ÍNDICE ⁽¹⁾		VARIACÃO %		ÍNDICE ⁽²⁾		VARIACÃO REAL %			ÍNDICE ⁽¹⁾		VARIACÃO %		ÍNDICE ⁽²⁾		VARIACÃO REAL %	
	NO MÊS	EM 12 MESES	NO MÊS	EM 12 MESES	NO MÊS	EM 12 MESES	NO MÊS	EM 12 MESES		NO MÊS	EM 12 MESES	NO MÊS	EM 12 MESES	NO MÊS	EM 12 MESES	NO MÊS	EM 12 MESES
DEZ 70	0.850	54.6			27.05	29.7			0.564	112.3	58.49			78.0			
DEZ 71	1.911	113.0			48.23	78.3			1.217	115.7	105.57			80.5			
DEZ 72	1.007	-44.4			23.17	-52.0			0.605	-50.3	45.38			-57.0			
DEZ 73	1.055	4.8			21.01	-9.3			0.559	-7.7	36.26			-20.1			
DEZ 74	1.441	36.6			21.34	1.5			0.795	42.2	38.33			5.7			
DEZ 75	1.943	34.8			22.24	4.2			1.063	33.8	39.64			3.4			
DEZ 76	2.410	24.0			18.86	-15.2			1.244	17.0	31.70			-20.0			
DEZ 77	3.397	41.0			19.15	1.6			1.577	26.8	28.96			-8.7			
DEZ 78	3.549	4.5			14.21	-25.8			1.616	2.5	21.07			-27.2			
DEZ 79	5.558	56.6			12.56	-11.6			2.411	49.2	17.74			-15.8			
DEZ 80	8.014	44.2			8.61	-31.4			3.441	42.7	12.05			-32.1			
DEZ 81	17.135	113.8			9.43	9.5			8.339	142.3	14.96			24.2			
DEZ 82	28.084	63.9			7.74	-17.9			13.556	62.6	12.17			-18.6			
DEZ 83	241.100	758.5			21.37	176.0			100.000	637.7	28.87			137.2			
DEZ 84	1306.800	442.0			35.77	67.4			474.350	374.4	42.29			46.5			
DEZ 85	6554.000	401.5			55.30	54.6			3092.850	552.0	85.00			101.0			
1986																	
JAN	6646	1.4	432.3		48.2	-12.8	59.0		2897	-6.3	577.1	68.5	-19.4	102.3			
FEV	8242	24.0	508.8		-52.3	8.4	75.2		3294	13.7	585.2	68.1	-0.6	97.2			
MAR	15735	90.9	1125.7		100.0	91.1	297.9		4831	46.7	915.1	100.0	46.8	229.6			
ABR	19426	23.5	1416.6		122.5	22.5	423.9		5755	19.1	1206.6	118.2	18.2	351.3			
MAI	17288	-11.0	828.2		107.5	-12.2	240.8		5641	-2.0	786.2	114.3	-3.3	225.4			
JUN	15636	-9.6	452.1		96.0	-10.7	115.9		5620	-0.4	484.6	112.4	-1.6	128.6			
JUL	15906	1.7	374.6		96.5	0.5	99.7		5294	-5.8	363.9	104.6	-6.9	95.2			
AGO	13095	-17.7	215.1		78.2	-19.0	48.7		4635	-12.4	211.3	90.1	-13.9	46.9			
SET	9973	-23.8	83.1		58.5	-25.1	-7.3		3562	-23.1	81.9	68.1	-24.4	-7.9			
OUT	12004	20.4	77.5		69.1	18.1	-3.9		4091	14.9	54.6	76.7	12.7	-16.3			
NOV	9473	-21.1	24.9		52.8	-23.6	-27.2		3189	-22.0	3.8	57.9	-24.5	-39.5			
DEZ	9258	-2.3	41.3		48.1	-8.9	13.0		2948	-7.6	-4.7	49.9	-13.8	-41.3			
1987																	
JAN	7103	-23.3	6.9		31.6	-34.3	-34.5		2375	-19.4	-18.0	34.4	-31.0	-49.8			
FEV	6838	-3.7	-17.0		26.7	-15.5	-49.0		2169	-8.7	-34.2	27.6	-19.8	-59.5			
MAR	6634	-3.0	-57.8		22.6	-15.2	-77.4		2155	-0.6	-55.4	24.0	-13.2	-76.0			
ABR	8577	29.3	-55.8		24.2	6.7	-80.2		2734	26.9	-52.5	25.1	4.9	-78.7			
MAI	7673	-10.5	-55.6		17.6	-27.4	-83.7		2645	-3.3	-53.1	19.7	-21.5	-82.7			
JUN	11126	45.0	-28.8		20.2	15.3	-79.0		4076	54.1	-27.5	24.1	22.2	-78.5			
JUL	13701	23.1	-13.9		24.2	19.5	-75.0		4691	15.1	-11.4	26.9	11.7	-74.3			
AGO	11477	-16.2	-12.4		19.0	-21.2	-75.7		4152	-11.5	-10.4	22.4	-16.8	-75.1			
SET	14808	29.0	48.5		23.2	...	-60.3		5273	27.0	48.0	26.9	20.2	-60.4			
OUT																	
NOV																	
DEZ																	

FONTES: BOLSAS DE VALORES E CENÁRIOS.
 NOTAS: (1) SERIE COMPATIBILIZADA COM A BASE ATUAL - LEVANDO EM CONTA INCLUSIVE ALTERACOES METODOLÓGICAS - PARA PERMITIR COMPARACOES AO LONGO DO TEMPO; POSICAO NO FIM DO MÊS. (2) DEFLATOR; ÍNDICES OFICIAIS DE INFLACAO -- VER TABELA "INFLACAO E CAMBIO"; BASE: MARÇO/86 = 100.

EVOLUÇÃO E PREVISÕES

CENÁRIO DE ACORDO

PERÍODO		OVERNIGHT (Taxa Líquida)			BOLSA DE VALORES				DÓLAR NO MERCADO PARALELO				
		GANHO REAL		Índice	VARIÇÃO %		GANHO REAL		US\$/Cz\$	Ágio	VARIÇÃO %		GANHO REAL
No	12	No	12		No	12	No	12			No	12	No
Mês	Meses	Mês	Meses	Mês	Meses	Mês	Meses	Mês	Meses	Mês	Meses	Mês	Meses
Dez 74	-	-	0.144	-	36,6	-	1,5	7,95	6,9	-	14,4	-	-15,0
Dez 75	-	-	0.199	-	34,8	-	4,2	12,30	35,6	-	54,7	-	19,0
Dez 76	-	-	0.241	-	24,0	-	-15,2	15,20	23,1	-	23,6	-	-15,5
Dez 77	-	-	0.340	-	41,0	-	1,6	19,90	24,0	-	30,9	-	-5,7
Dez 78	-	-	0.355	-	4,5	-	-25,8	26,20	25,2	-	31,7	-	-0,5
Dez 79	-5,16	-43,18	0.556	-	56,6	-	-11,6	49,00	15,2	-	87,0	-	5,5
Dez 80	-4,62	-46,32	0.801	-	44,2	-	-31,4	69,00	5,3	-	40,8	-	-33,0
Dez 81	0,57	-50,12	1.714	-	113,8	-	9,5	161,00	26,0	-	133,3	-	19,5
Dez 82	0,93	-50,45	2.808	-	63,9	-	-17,9	420,00	66,2	-	160,9	-	30,6
Dez 83	0,66	-4,88	24.110	-	758,5	-	176,0	1.380,00	40,2	-	228,6	-	5,7
Dez 84	1,88	-15,75	130.860	-	442,0	-	67,4	3.950,00	24,1	-	186,2	-	-11,0
Dez 85	-4,12	3,03	655.400	-	401,5	-	54,6	15.900,00	51,6	-	302,5	-	24,1
Dez 86	-3,33	-4,64	925.800	-	41,3	-	-13,0	27,20	82,1	-	71,1	-	5,4

Jan 87	-4,98	-7,95	710	-23,3	6,9	-34,3	-34,5	26,10	57,8	-4,0	64,2	-17,9	0,0
Fev 87	4,97	1,91	684	-3,7	-17,0	-15,5	-49,0	32,00	61,7	212,6	60,0	7,6	-1,0
Mar 7	-2,19	-1,83	663	-3,0	-57,8	-15,2	-77,4	30,00	35,5	-6,3	71,9	-18,1	-7,7
Abr 87	-4,68	-6,80	858	29,3	-55,8	6,9	-80,2	33,50	31,7	11,7	66,7	-7,7	-25,4
Mai 87	1,13	-5,62	767	-10,5	-55,6	-27,4	-83,7	37,50	10,3	11,9	81,2	-9,1	-33,3
Jun 87	-6,39	-11,64	1.113	45,0	-28,8	15,0	-79,0	54,00	24,5	44,0	158,4	14,2	-23,0
Jul 87	5,68	-7,31	1.370	23,1	-13,9	19,5	-75,0	57,80	25,6	7,0	140,8	3,9	-30,0
Ago 87	1,64	-6,61	1.148	-16,2	-12,4	-21,2	-75,7	59,00	22,0	2,1	156,5	-4,0	-28,0
Set 87	2,20	-5,70	1.481	29,0	48,5	22,1	-60,3	65,00	26,8	10,2	166,4	4,2	-28,0
Out 87	0,29	-5,53	1.195	-19,3	-0,4	-26,1	-75,2	68,50	22,5	5,4	142,0	-3,5	-39,6
Nov 87	0,05	-4,62	1.240	3,7	30,9	-8,1	-70,1	77,30	22,6	12,9	171,2	0,0	-35,1
Dez 87	0,23	-2,82	1.249	0,7	34,9	-11,8	-71,1	93,50	30,4	21,0	243,8	6,0	-26,2

Jan 88	-0,27	2,10	1.909	52,9	168,7	31,2	-42,2	98,50	18,1	5,4	277,4	-9,6	-18,0
Fev 88	-0,14	-2,92	2.196	15,0	221,1	-2,5	-33,3	124,00	25,9	25,9	287,5	6,7	-19,5
Mar 88	0,08	-0,76	3.965	80,6	497,6	55,7	22,5	151,00	31,8	21,8	403,3	5,0	3,2
Abr 88	0,27	4,09	5.204	31,3	506,8	10,0	26,1	179,00	30,2	18,5	434,3	-0,6	11,1
Mai 88	0,19	3,43	6.146	18,1	701,0	0,3	74,2	227,00	39,5	26,8	505,3	7,7	31,0
Jun 88	-0,03	10,48	7.037	14,5	532,5	-4,2	45,0	273,00	40,3	20,3	405,6	2,1	9,9
Jul 88	-0,11	4,42	7.293	3,6	432,3	-16,4	1,4	356,00	47,3	30,4	515,9	5,1	17,3
Ago 88	1,03	3,80	9.420	29,2	720,8	7,0	37,8	473,00	61,7	32,9	701,7	10,1	34,6
Set 88	0,15	1,75	13.692	45,4	998,6	17,2	32,3	530,00	46,0	12,1	715,4	-9,6	16,7
Out 88	0,17	1,68	18.051	31,8	1.410,5	3,6	85,5	770,00	66,2	45,3	1.024,1	14,2	38,0

PREVISÕES

Nov 88	-0,23	1,39	24.133	33,7	1.846,2	3,0	107,8	1.020,97	69,5	32,6	1.220,8	2,2	41,0
Dez 88	0,36	1,54	28.102	16,4	2.149,9	5,0	147,2	1.152,97	72,6	12,9	1.133,1	1,8	34,3
Jan 89	0,09	1,83	36.482	29,8	1.811,1	15,5	117,6	1.048,47	38,9	-9,1	964,4	-19,1	27,9
Fev 89	0,35	2,36	42.894	17,6	1.853,3	3,5	131,0	1.134,95	31,2	8,2	815,3	-4,7	21,2
Mar 89	-0,17	2,14	53.294	24,2	1.244,1	8,7	61,3	1.300,35	30,6	14,6	761,2	0,2	15,3
Abr 89	-0,17	1,70	67.246	26,2	1.192,2	10,2	61,6	1.550,57	35,3	19,2	766,2	4,1	17,7
Mai 89	0,09	-3,11	76.755	14,1	1.148,9	0,3	61,6	1.783,52	35,8	15,0	685,7	1,1	15,9
Jun 89	-0,09	1,47	85.147	10,9	1.110,0	-3,2	63,3	2.052,28	36,0	15,1	651,8	0,4	-20,9
Jul 89	-0,09	1,52	101.786	19,5	1.295,7	3,5	102,3	2.406,90	37,5	17,3	576,1	1,5	-12,1
Ago 89	-0,09	0,41	122.230	20,1	1.197,6	3,7	96,0	2.749,36	35,4	14,2	481,3	-1,4	-0,0
Set 89	-0,09	0,13	146.086	19,5	966,9	4,2	74,2	3.224,77	37,5	17,3	508,4	2,3	-12,1
Out 89	-0,17	-0,22	158.403	8,4	777,5	-5,3	59,2	3.725,21	38,0	15,5	383,8	0,9	-12,1